

LA EMISIÓN DE BONOS EN COLOMBIA

NATALIA LLANO MEJÍA

**UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE DERECHO
MEDELLÍN**

2007

LA EMISIÓN DE BONOS EN COLOMBIA

NATALIA LLANO MEJÍA

Asesor

Ramiro Rengifo

**UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE DERECHO
MEDELLÍN**

2007

Nota de aceptación

Presidente del Jurado

Jurado

Jurado

Medellín, ____ de ____ de 2007

AGRADECIMIENTOS

Dar por cerrado un capítulo en la vida no es fácil y menos aún cuando se siente que durante un tiempo se ha construido tanto. Dejar a un lado la nostalgia para concentrarse en un trabajo que encierra la finalización de esfuerzos cumplidos, de tareas, de dificultades y de satisfacciones, es una labor que permite crecer y madurar aún más de lo imaginado, pues permite el crecimiento personal y profesional, en compañía de personas que nutren el potencial y el contenido de la vida.

Si bien es cierto que aquellos que contribuyeron a que hoy se lograra este objetivo, en mucha parte influyeron en mi formación profesional también lo es que no sólo se quedaron en eso sino que también trascendieron la esfera de lo personal y es por esto que merecen un especial reconocimiento hoy, que finalizo esta etapa de formación.

En primer lugar, gracias a mi familia por haber estado presente a lo largo de todo este tiempo apoyándome y ensañándome, más que conceptos, pautas para la vida. Gracias a quienes ya no están conmigo, pero que fueron fuente de inspiración y de orgullo durante mucho tiempo. Gracias a mi novio y mis amigos por estar soportándome y apoyándome en cada decisión.

Además de todas estas personas, gracias a mis profesores de la Escuela de Derecho de la Universidad EAFIT, por los conocimientos y amistad que me brindaron en estos 5 años, especialmente, al Profesor Ramiro Rengifo quien ha sido mi guía en el desarrollo de este trabajo y un padre dentro de la Universidad.

Por último, y no menos importante, a todo mi grupo de trabajo de Bancolombia S.A. quienes me acompañaron a lo largo de la construcción de esta monografía y fueron, indiscutiblemente, quienes soportaron el inicio y la terminación de un gran esfuerzo; a Maria Adelaida Calle, a Maria Teresa Agudelo, a Myriam Mejía, a Mauricio Jaramillo, a Alejandro Correa, a Patricia Chavarriaga, a Adriana Bravo, a Alfredo Sarmiento, a Carolina Camargo. MUCHAS GRACIAS.

CONTENIDO

GLOSARIO	i
INTRODUCCIÓN	11
1. MARCO TEÓRICO	14
1.1 CONCEPTO “EL BONO”	14
1.2 CARACTERÍSTICAS	14
1.3 HISTORIA DE REGULACIÓN	15
1.4 SUJETOS QUE INTERVIENEN EN UNA EMISIÓN DE BONOS Y SU RESPONSABILIDAD	17
1.4.1 EL BENEFICIARIO	18
1.4.2 EL EMISOR	20
1.4.3 REPRESENTANTE LEGAL DE LOS TENEDORES DE BONOS	23
1.4.3.1 Historia de Regulación	23
1.4.3.2 Designación, posesión y ejercicio del cargo.	29
1.4.3.3 Contrato suscrito entre la entidad emisora y el representante legal de los tenedores de bonos	30
1.4.3.4 Funciones	31
1.4.3.5 Prohibiciones	33
1.4.3.6 Responsabilidad	33
1.5 CLASES DE BONOS	34
1.5.1 BONOS ORDINARIOS	34
1.5.2 BONOS CONVERTIBLES EN ACCIONES	35
1.5.3 BONOS CON CUPONES DE SUSCRIPCIÓN DE ACCIONES. LOS CUPONES.	36
1.5.4 OTROS TIPOS DE BONOS	37
1.6 REQUISITOS FORMALES DE LOS BONOS	39
1.7 PROCEDIMIENTO FRENTE A LA PÉRDIDA DE LOS BONOS	43

1.8	PRESCRIPCIÓN DE ACCIONES	44
2	LA EMISIÓN DE BONOS	46
2.1	OFERTA PÚBLICA Y OFERTA PRIVADA	46
2.2	EMISIONES SINDICADAS	49
2.3	REQUISITOS PARA LA EMISIÓN DE BONOS	52
2.4	CONDICIONES ESPECIALES QUE DEBEN SER TENIDAS EN CUENTA PARA LA EMISIÓN DE BONOS	54
2.4.1	EMISIONES DE BONOS QUE VAYAN A CIRCULAR EN COLOMBIA Y EN EL EXTERIOR	54
2.4.2	RESPONSABILIDAD SOBRE LA INFORMACIÓN QUE SE SUMINISTRA EN EL MERCADO	54
2.4.2.1	Responsabilidad en la información	54
2.4.2.2	Competencia de los sujetos	55
2.4.2.3	Régimen Sancionatorio	56
2.5	RESTRICCIONES A LA LIBERTAD DE EMITIR BONOS	57
2.6	PROHIBICIONES ESPECIALES A LA SOCIEDAD EMISORA	58
2.7	RÉGIMEN DE INTERESES	60
2.7.1	REGLAS PARA EL PAGO DE INTERESES	61
2.7.2	REGLAS PARA EL CÁLCULO DE INTERESES	63
2.7.3	FACTOR DE APROXIMACIÓN EN EL CÁLCULO Y LIQUIDACIÓN DE INTERESES	64
2.7.4	REVELACIÓN DE LA INFORMACIÓN	64
2.8	PROCEDIMIENTO	65
2.8.1	AUTORIZACIÓN DEL ÓRGANO COMPETENTE PARA LA EMISIÓN DE BONOS	65
2.8.2	ELABORACIÓN DEL PROSPECTO DE COLOCACIÓN	66
2.8.2.1	Requisitos formales del prospecto	67
2.8.2.2	Contenido del prospecto	67

2.8.2.2.1 Portada	67
2.8.2.2.2 Índice	69
2.8.2.2.3 Glosario de términos	69
2.8.2.2.4 Capítulo I- Características de los títulos, condiciones y reglas de la emisión.	69
2.8.2.2.5 Capítulo II- Condiciones de la oferta y de la Colocación.	71
2.8.2.2.6 Capítulo III- Datos relativos a la entidad emisora	72
2.8.2.2.6.1 Información general	72
2.8.2.2.6.2 Información financiera	75
2.8.3 CALIFICACIÓN DE LA EMISIÓN	77
2.8.4 ELABORACIÓN DEL CONTRATO SUSCRITO CON MIRAS A LA COLOCACIÓN	78
2.8.5 ELABORACIÓN DEL CONTRATO CON EL REPRESENTANTE LEGAL DE TENEDORES.	79
2.8.6 ELABORACIÓN DEL MACRO TÍTULO	80
2.8.7 ELABORACIÓN Y APROBACIÓN DEL REGLAMENTO DE EMISIÓN POR PARTE DE LA JUNTA DIRECTIVA	80
2.8.8 ELABORACIÓN DEL AVISO DE OFERTA	81
2.8.9 PROCESO ANTE LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA PARA SOLICITAR INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO Y AUTORIZACIÓN PARA REALIZACIÓN LA OFERTA PÚBLICA	83
2.8.9.1 Documentación	83
2.8.9.1.1 Solicitud	83
2.8.9.1.2 Formulario de inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.	84
2.8.9.1.3 Constancia sobre las personas que ejercen la revisoría fiscal de la sociedad emisora.	84
2.8.9.1.4 Copia de los estatutos sociales de la entidad emisora.	84
2.8.9.1.5 Facsímile del título o modelo que se empleará para su elaboración.	84

2.8.9.1.6 Copia de la parte pertinente del acta de la reunión del órgano social competente que aprobó el reglamento de emisión y colocación.	
84	
2.8.9.1.7 Autorizaciones especiales para el caso de emisión de bonos	
84	
2.8.9.1.8 Certificado de existencia y representación legal	85
2.8.9.1.9 Calificación de la emisión	86
2.8.9.1.10 Proyecto de aviso de oferta	86
2.8.9.1.11 Material Publicitario	86
2.8.9.1.12 Documentos que acreditan el régimen cambiario	86
2.8.9.1.13 Estudio de factibilidad	88
2.8.9.1.14 Copia del proyecto del contrato del representante legal de los tenedores de bonos y la entidad emisora.	87
2.8.9.1.15 Copia de los contratos suscritos con miras a la colocación de la emisión.	87
2.8.9.1.16 Documentos adicionales en las emisiones avaladas	87
2.8.9.1.17 Prospecto de colocación	88
2.8.9.2 Radicación ante la Superintendencia Financiera de Colombia	88
2.8.9.3 Autorización de la Superintendencia Financiera de Colombia	88
2.8.10 PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS ADICIONALES	89
3 CONCLUSIONES	91
BIBLIOGRAFÍA	93

GLOSARIO

BENEFICIARIO REAL: Cualquier persona o grupo de personas que, directa o indirectamente, por sí misma o por interpuesta persona, por virtud de contrato, convenio o de cualquier otra manera, tenga respecto de una acción de una sociedad o pueda llegar a tener por ser propietario de bonos obligatoriamente convertibles en acciones, capacidad decisoria, esto es, la facultad o el poder de votar en la elección de directivas o representantes o, de dirigir, orientar y controlar dicho voto, así como la facultad o el poder de enajenar y ordenar la enajenación o gravamen de la acción”¹.

CONFLICTO DE INTERÉS: Se entiende por conflicto de interés la situación en virtud de la cual una persona en razón de su actividad se enfrenta a distintas alternativas de conducta con relación a intereses incompatibles, ninguno de los cuales puede privilegiar en atención a sus obligaciones legales o contractuales. Entre otras conductas, se considera que hay conflicto de interés cuando la situación llevaría a la escogencia entre (1) la utilidad propia y la de un cliente, o (2) la de un tercero vinculado al agente y un cliente, o (3) la utilidad del fondo (de valores) que administra y la de otro cliente o la propia, o (4) la utilidad de una operación y la transparencia del mercado”².

FACTOR: “La solución de la expresión matemática que determina la proporción de la tasa de interés para el período a remunerar, con base en la convención adoptada para la respectiva emisión”³.

FECHA DE EMISIÓN: “Es el día hábil siguiente a la fecha en que se publique el aviso de oferta”⁴

¹ Artículo 1.2.1.3 de la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores de Colombia.

² Literal b) del artículo 1.1.1.1 de la Resolución 1200 de 1995 de la Superintendencia de Valores de Colombia.

³ Resolución 514 de 2002 de la Superintendencia de Valores de Colombia

⁴ Resolución 274 de 2004 de la Superintendencia de Valores de Colombia

FECHA DE EXPEDICIÓN: “Se refiere a la fecha de entrega con la intención de hacerlo negociable, la cual es el inicio del plazo de exigibilidad del derecho incorporado. Igualmente, se refiere al día en que el título es suscrito originalmente o el día en que se expidan duplicados del mismo en caso de reposición, fraccionamiento, deterioro, pérdida, hurto, adición, etc.”⁵

FECHA DE SUSCRIPCIÓN: “El día en que el título es efectivamente colocado y pagado”⁶.

PLAZO DE COLOCACIÓN: “El máximo tiempo durante el cual se pueden realizar sucesivas ofertas mediante la publicación de los respectivos avisos, con miras a la colocación de los títulos”⁷.

VALOR: “Todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público. Los valores tendrán las características y prerrogativas de los títulos valores, excepto la acción cambiaria de regreso. Tampoco procederá acción reivindicatoria, medidas de restablecimiento de derecho, comiso e incautación, contra el tercero que adquiera valores inscritos, siempre que al momento de la adquisición haya obrado de buena fe exenta de culpa”⁸.

VALOR NOMINAL: Aquél que se expresa en el título al momento de su emisión, el cual no varía por efecto de las amortizaciones periódicas del mismo

VIGENCIA DE LA OFERTA: “Período de tiempo durante el cual estará vigente el ofrecimiento realizado en el respectivo aviso de oferta”⁹.

⁵ SUPERINTENDENCIA DE VALORES DE COLOMBIA. Instructivo para la realización de una oferta pública de acciones, bonos y papeles comerciales.

⁶ Ibid.

⁷ Ibid.

⁸ Artículo 2 de la Ley 964 de 2005

⁹ Ibid..

INTRODUCCIÓN

A lo largo de la historia, las empresas han necesitado de recursos de financiación para desarrollar sus actividades, por lo cual se han visto abocadas a recurrir a terceros para conseguir los recursos que les hacen falta. En un primer momento, la búsqueda de recursos en el mercado se hacía únicamente a través de los Bancos quienes actuaban como intermediarios en el préstamo de capital, cobrando por ello un interés muy alto para los prestamistas.

Ante dicha realidad, se buscó crear un mecanismo mediante el cual se lograra una “desintermediación”¹⁰, en donde quien busca el crédito pudiera recurrir directamente a terceros sin necesidad de buscar los servicios de los bancos. De esta forma, se beneficia pues se ahorra el costo de lo que cobra el banco por intermediar, que se refleja en altas tasas de interés. El mecanismo consiste en hacer emisiones de bonos que se ofrecen a los terceros, quienes atraídos por el tipo de interés, le prestan directamente a la empresa.

El problema de esto es que, en la práctica, quienes tenían la posibilidad de acceder a este mecanismo eran las grandes empresas, cuyos nombres por sí solos otorgaban una garantía a los terceros, viéndose excluida la posibilidad de que las pequeñas y medianas empresas lo utilizaran. Por esto, se vio la necesidad de entrar a regular el tema, para posibilitar de esta manera el acceso al mercado de diferentes empresas.

Desde la última década del siglo XX, los bonos se han convertido en una de las posibilidades de financiación por excelencia con las que cuentan las entidades autorizadas por ley como emisoras, al momento de requerir capital de trabajo, y en una forma de inversión para aquellas personas que desean obtener del

¹⁰ Eliminación de intermediarios en la [cadena de suministro](http://es.wikipedia.org). WIKIPEDIA. En: <http://es.wikipedia.org>. {Consulta: 11 de abril de 2007}

mercado unos rendimientos, en principio fijos, o la posibilidad de convertirse en accionistas de la sociedad a la cual se le hace el préstamo.

De lo anterior se deriva la importancia que adquieren las emisiones de bonos dentro del contexto de un Estado Social de Derecho, como es el nuestro, en donde el Estado no sólo tiende a proteger al individuo sino también a intervenir en el mercado, de manera tal que posibilite el mejor desarrollo de las empresas. Dicho “intervencionismo estatal” se refleja claramente en la extensa e importante reglamentación que rige la materia y va orientada a la necesidad de proteger “el ahorro público y la economía”, en el sentido de tratar de asegurar que el emisor tenga capacidad para pagar, tanto el capital como los intereses, a los inversionistas; de que se inviertan los recursos en los programas para los cuales manifiesta necesitarlos y lo más importante; de asegurar que los bonos, como títulos valores, puedan circular como bienes muebles dentro del mercado bursátil generando como consecuencia la liquidez del mismo.

Así las cosas, y teniendo en consideración la historia que antecede la creación de los bonos, este trabajo pretende mostrar de manera clara y precisa cómo es el procedimiento que deben seguir las empresas para emitir bonos en el mercado de valores, a través de la oferta pública, lo cual conducirá a la irremediable conclusión de que una extensa regulación y una excesiva intervención del estado termina por generar el efecto contrario al buscado inicialmente, pues se desestimula el uso de este mecanismo como forma de financiación, entorpeciendo así el libre acceso al mercado de valores. Con base en lo anterior, se resalta que puede resultar un poco exhaustivo y literal el desarrollo de la segunda parte de este trabajo, pero para los fines antes descritos es preciso hacerlo de esta manera.

Paralelamente, con el trabajo se busca crear una herramienta sencilla, útil y detallada para cualquier entidad que pretenda realizar una oferta pública de bonos, con el objetivo de buscar recursos en el mercado financiero y de valores

y a su vez, un instrumento de aprendizaje para quienes inician sus estudios de títulos valores y para quienes actúan o desean actuar en el mercado de valores.

1. MARCO TEÓRICO

1.1 CONCEPTO “EL BONO”

El “Bono” se encuentra definido en el artículo 752 del Código de Comercio, el cual establece que: “Los bonos son títulos valores que incorporan una parte alícuota de un crédito colectivo, constituido a cargo de una sociedad o entidad sujeta a la inspección y vigilancia del Gobierno”. En palabras de la Superintendencia Financiera de Colombia: “Son títulos que representan una parte de un crédito constituido a cargo de una entidad emisora. Su plazo mínimo es de un año; en retorno de su inversión, el beneficiario recibirá una tasa de interés que fija el emisor de acuerdo con las condiciones de mercado, al momento de realizar la colocación de los títulos. Por sus características, estos títulos son considerados de renta fija” ¹¹.

1.2 CARACTERISTICAS

El bono en cuanto al derecho incorporado, es un título de *contenido crediticio*, en la medida en que es representativo de una obligación consistente en pagar una suma de dinero ¹²; de *estructura bipartita*; atendiendo a las partes, esto es,

¹¹ SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Glosario. En: <http://www.superintendenciafinanciera.gov.co/>. {Consulta: 23 de marzo de 2006}

¹² Un sector de la doctrina considera que los bonos u obligaciones, además de tener un contenido crediticio, pueden llegar a tener un contenido corporativo o de participación. En palabras de Sergio Rodríguez Azuero “Como título valor tiene dos características principales: es título de contenido crediticio pero, además, de participación o corporativo en cuanto no solo concede el derecho al pago de una suma de dinero sino que, en la tendencia contemporánea, faculta al tenedor para el ejercicio de derechos distintos como participar en la asamblea de tenedores, cuando tal órgano existe o actuar a través del representante legal de los mismos y exigirle determinado comportamiento...”. RODRIGUEZ AZUERO, Sergio. Contratos Bancarios. Su significación en América Latina. Legis Editores S.A. Quinta Edición. 2004. Pág. 434. Esta opinión, sin embargo, no es correcta, como se tendrá oportunidad de aclararlo posteriormente.

emisor y beneficiario y, puede ser *nominativo, a la orden o al portador*, partiendo de la ley de circulación que lo rige, tal y como lo consagra la ley. Sin embargo, se ha sostenido que en la práctica solo podrán ser nominativos, en la medida en que las entidades emisoras guardan un estricto control sobre los tenedores de los bonos por ellos emitidos, generando que la ley de circulación exija que el nuevo tenedor se registre en sus libros. Así, lo dice por ejemplo, Bernardo Trujillo Calle, “pueden ser hoy nominativos únicamente”¹³ y su endoso se sujeta a las normas que regulan este tipo de títulos valores. Igualmente, si partimos de la consagración legal de los tipos de bonos según su ley de circulación, podrá presentarse un endoso pleno, limitado o en blanco, con cláusulas “en garantía”, “en procuración” o de “usufructo”.

Adicionalmente, se configura como un *título masivo*, en tanto se expide con base en un negocio jurídico plurilateral, es decir “a través de un solo acto se expiden muchos títulos con el mismo derecho incorporado”¹⁴ y adquiere la categoría de *causal* en la medida en que se incluye dentro de la literalidad del título el antecedente o la causa del derecho allí incorporado, cual es el préstamo colectivo.

1.3 HISTORIA DE REGULACIÓN

Los bonos u obligaciones fueron incorporados por primera vez en Colombia por medio del Decreto 2521 de 1950 reglamentario de la Ley 58 de 1931, sobre

¹³ TRUJILLO CALLE, Bernardo. De los Títulos Valores. Tomo 1. Parte General. Editorial Leyer. Décima tercera edición. Bogotá, D.C. 2003. Página 132.

¹⁴ Aunque tanto el título valor en masa como el en serie se expiden con base en un negocio jurídico plurilateral, ambos conceptos doctrinariamente son diferentes. El título valor en serie, se refiere a aquél que se expide en orden continuo y en los cuales se incorporan derechos distintos, mientras que en el título valor en masa siempre se incorporan derechos iguales para cada titular. Esta última clasificación, como ya se había establecido es la aplicable a los Bonos u Obligaciones. RENGIFO, Ramiro. Títulos Valores. Señal Editora. Décima primera edición. Medellín. 2005. Página 45

Sociedades Anónimas. En 1971 con la expedición del Código de Comercio se regularon expresamente como títulos valores de contenido crediticio. Posteriormente se reglamentaron en el Decreto 1998 de 1972, modificado por el Decreto 1914 de 1983, ambos derogados por el Decreto 1026 de 1990, el cual reglamentó completamente la materia. Este decreto tuvo una gran importancia en la medida en que consagró tres condiciones totalmente nuevas en el tema, así:

- Se admitió que entidades diferentes a las sociedades anónimas pudieran ser emisoras de bonos
- Se consagraron los bonos obligatoriamente convertibles en acciones
- Se introdujo la calificación de los bonos por entidades especializadas, que para ese momento no existían.

Más adelante, la Superintendencia de Valores de Colombia¹⁵ expidió dos resoluciones; la 1242 de 1993, la cual modificó, reprodujo y derogó varios artículos del Decreto 1026 de 1990 y, la 1447 de 1994¹⁶, mediante la cual se regula el régimen de la oferta pública de valores y de la inscripción de títulos en el RNVI (hoy Registro Nacional de Valores y Emisores). Ya en el año 1995 la Superintendencia de Valores de Colombia reguló completamente el tema, en lo que es hoy prácticamente el Estatuto del Mercado Público de Valores (resolución 400 de 1995, en adelante resolución 400, y 1200 de 1995).

¹⁵ Atendiendo al artículo 93 del Decreto 4327 de 2005 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia, mediante el cual se fusiona la Superintendencia Bancaria de Colombia y la Superintendencia de Valores de Colombia, todas las referencias que hagan las disposiciones legales vigentes a la Superintendencia Bancaria, a la Superintendencia Bancaria de Colombia o a la Superintendencia de Valores se entenderán efectuadas a la Superintendencia Financiera de Colombia. En consecuencia, las referencias que se hagan en el presente trabajo a estas Superintendencias, se entiende que hoy son a la superintendencia Financiera de Colombia.

¹⁶ Obsérvese que la Superintendencia por medio de resoluciones modifica y hasta deroga disposiciones consagradas a través de Decretos, lo cual sería completamente contrario a las teorías de las fuentes de derecho y a la figura de la derogación como tal, pues se evidencia que una norma de menor jerarquía, tal como una resolución, modifica y deroga normas de superior jerarquía como los decretos.

Con posterioridad a la expedición del Estatuto del Mercado Público de Valores, se han presentado diferentes resoluciones y decretos que han modificado de una u otra manera las resoluciones que lo conforman, tales como: la Resolución 0135 del 12 de marzo de 2001, la cual se encargó, entre otros aspectos, de derogar el artículo 1.2.4.1 de la Resolución 400, en el sentido de determinar quienes podrán ser emisores de bonos, tema que será desarrollado con posterioridad.

En el año 2005, se promulgó la Ley 964 de 2005, la cual entra a regular el Mercado de Valores, con una importancia significativa en el sentido de que a partir de ésta, ya no se habla de Mercado Público de Valores sino de Mercado de Valores, lo que supone que la ley intentó regular todas las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores, sin circunscribirse al mercado público y además, ya no se habla de Registro Nacional de Valores e Intermediarios sino de Registro Nacional de Valores y Emisores. Esta ley, se encuentra dividida en dos (2) partes: Ley marco y ley ordinaria. En la primera parte, el Congreso estableció unos lineamientos para que con base en ellos, el Gobierno Nacional reglamente la actividad bursátil. (Arts. 1 a 5) y en la segunda, se regula propiamente el tema.

1.4 SUJETOS QUE INTERVIENEN EN UNA EMISIÓN DE BONOS Y SU RESPONSABILIDAD

Como ya se había dicho, el bono es un título valor de estructura bipartita, es decir, en su *constitución* solo intervienen dos personas; beneficiario y emisor. Lo anterior, no significa que en el proceso de emisión, como tal, sean los únicos que actúan, pues con la regulación actual de la emisión de bonos se han consagrado figuras importantes e indispensables, como por ejemplo el representante legal de los tenedores de bonos.

1.4.1 EL BENEFICIARIO

Como su nombre lo indica es quien recibe el título valor del emisor y a cuyo favor está el derecho incorporado en el título. Como lo establece el profesor Sergio Rodríguez Azuero: “El tenedor de una obligación¹⁷ es, a diferencia del accionista, un acreedor externo a plazo para el cual el resultado económico de la sociedad es indiferente, en principio, mientras esté en condiciones de pagarle los rendimientos ofrecidos”¹⁸. Respecto a su responsabilidad, cabe aclarar que aunque inicialmente no asume responsabilidad, cuando pone a circular el título valor puede aparecerle alguna, dependiendo del tipo de bono que se trate, así:

- El Bono Nominativo: El artículo 648 del Código de Comercio define lo que se entiende por un título valor nominativo, así: “El título valor será nominativo cuando en él o en la norma que rige su creación se exija la inscripción del tenedor en el registro que llevará el creador del título. Solo será reconocido como tenedor legítimo quien figure, a la vez, en el texto del documento y en el registro de éste. La transferencia de un título valor nominativo por endoso dará derecho al adquirente para obtener la inscripción de que trata éste artículo”.

Como lo establece el profesor Ramiro Rengifo: “Son nominativos los títulos que para poder legitimar a su tenedor adquirente deben transmitirse (circular) a través de la entrega material del mismo precedida de su endoso y seguida de la cancelación, en los libros del deudor, del nombre del anterior titular y la subsiguiente inscripción del

¹⁷ Los bonos son conocidos de diferentes maneras en América Latina, así: obligaciones en México y debentures en Argentina y en el proyecto de INTAL.

¹⁸ RODRIGUEZ AZUERO, Op.Cit., Pág. 436.

nuevo”¹⁹. En conclusión, un bono es nominativo, cuando la legitimación del tenedor está dada por la inscripción de éste en los libros del deudor como consecuencia del endoso y posterior entrega del endosante al adquirente.

Cuando estamos en presencia de este tipo de bonos, normalmente lo que sucede cuando se transfiere el título es que se cambia por otro nuevo que expide el emisor, en el cual el endosatario aparece como beneficiario original, desapareciendo así la responsabilidad cambiaria del endosante.

- El Bono a la Orden: El artículo 651 del Código de Comercio define el título valor a la orden como aquellos que son expedidos a favor de determinada persona, en los cuales se agregue la cláusula “a la orden” o se exprese que son transferibles por endoso, o se diga que son negociables, o se indique su denominación específica de título valor, serán a la orden y se transmitirán por endoso y entrega del título, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 648. Se puede deducir entonces que estamos en presencia de un bono a la orden cuando la legitimidad del tenedor del título esta dada por el endoso a su favor y la entrega posterior del mismo. En este supuesto, el beneficiario al endosarlo se convierte en obligado cambiario de regreso, en contraposición con la obligación que adquiere el emisor, la cual es directa.
- El Bono al Portador: El artículo 668 del Código de Comercio establece que se entiende por título valor al portador de la siguiente manera: “Son títulos al portador los que no se expiden a favor de persona determinada, aunque no incluyan la cláusula “al portador”, y los que contengan dicha cláusula. La simple exhibición del título legitimará al portador y su tradición se producirá por la sola entrega.” Así entonces,

¹⁹ RENGIFO, Ramiro. Op.Cit., Pagina 41.

se puede concluir que estaremos en presencia de un bono al portador cuando la legitimación del tendedor para reclamar los derechos incorporados en él, está dada por la mera tenencia del título y su exhibición.

Por su parte, el artículo 669 del Código de Comercio establece que los títulos al portador sólo podrán expedirse en los casos expresamente autorizados por ley. Si se hace un análisis detallado de la normatividad que rige los bonos en Colombia, podemos concluir que actualmente no existe disposición alguna que permita la expedición de bonos al portador, por lo que esta discusión no tendría mayor importancia en la práctica.

No obstante, desde un plano meramente teórico, se podría concluir que en este tipo de bonos, no hay responsabilidad cambiaria del beneficiario, pues la transferencia no implica una firma cambiaria, requisito necesario para que exista la obligación.

1.4.2 EL EMISOR

Atendiendo al artículo 1.2.4.1 de la Resolución 400, pueden emitir bonos en Colombia para ser colocados mediante *oferta pública*, previa autorización de la Superintendencia de Valores de Colombia²⁰:

- Las sociedades por acciones (anónimas y en comandita por acciones)
- Los patrimonios autónomos, con el fin de movilizar activos.

²⁰ Atendiendo a lo consagrado en el párrafo 1º del artículo 1.2.4.1 de la Resolución 400 de 1995, ésta autorización queda exceptuada cuando las entidades con régimen de inscripción automática en el Registro Nacional de valores e Intermediarios, vayan a ofrecer bonos no convertibles en acciones mediante oferta pública. Cabe resaltar en este punto, y para todos los efectos, que con la expedición de la Ley 964 de 2005 ya no se habla de Registro Nacional de Valores e Intermediarios sino de Registro Nacional de Valores y Emisores.

- Las sociedades limitadas.
- Las cooperativas
- Las entidades sin ánimo de lucro.

En el caso de las cooperativas y de las entidades sin ánimo de lucro se exige que la totalidad de la emisión sea avalada por un establecimiento de crédito sujeto a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria. Esta regla queda exceptuada cuando el emisor se encuentre sujeto a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria o cuando acredite niveles adecuados de solvencia a juicio de la Superintendencia de Valores de Colombia.

Adicionalmente, el parágrafo segundo del citado artículo se refiere a las sociedades sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia de Sociedades y/o Superintendencia Bancaria, en el sentido de especificar que éstas podrán emitir bonos mediante *oferta privada* previa autorización de las citadas entidades.

Sin embargo, cabe resaltar que con la expedición de la Resolución 0135 del 12 de Marzo de 2001 se derogó el artículo 1.2.4.1 de la Resolución 400 de 1995, antes analizado, en tanto consagró que podrá emitir bonos en el mercado público de valores “toda entidad que de conformidad con su régimen legal tenga capacidad para hacerlo”, previa autorización de la Superintendencia de Valores de Colombia²¹.

A su vez, el tratar de captar recursos del público a través de la emisión de bonos genera ciertas obligaciones para la entidad emisora, entre las que se encuentran:

²¹ Esta exigencia queda exceptuada cuando se refiere a la emisión de bonos no convertibles en acciones que realicen las entidades con régimen de inscripción automática en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

- Rembolsar el empréstito: Es la obligación fundamental. El reembolso debe darse al vencimiento del plazo.
- Pago de la remuneración: La entidad deberá pagar una remuneración durante el tiempo que los recursos permanecen en su poder. La remuneración puede ser: tasa de interés o la colocación de los títulos con un descuento o con una prima.
- Suministrar información relevante: Se refiere a la obligación que tiene la entidad emisora de informar a la Superintendencia Financiera de las circunstancias sobrevivientes que puedan afectar de manera relevante tanto las condiciones de la empresa como el precio de mercado de los papeles.
- Pagar los honorarios del representante legal de los tenedores de bonos y los gastos de las Asambleas
- Establecer un Código de Buen Gobierno²²

Ahora bien, en cuanto a la responsabilidad de los emisores, el artículo 781 del Código de Comercio establece que: “La acción cambiaria es directa cuando se ejercita contra el aceptante de una orden o el **otorgante de una promesa** cambiaria o sus avalistas, y de regreso cuando se ejercita contra cualquier otro obligado”. Se puede deducir entonces, que el emisor sería en este caso el obligado cambiario directo en tanto se constituye como el otorgante de una promesa y sería sobre él que recae la acción directa promovida por el tenedor legítimo del título, constituyéndose así como el responsable directo de la obligación.

²²A grandes rasgos, el Código de Buen Gobierno se refiere al documento que plasma la filosofía y establece las prácticas y políticas que rigen todas las actuaciones de la sociedad emisora, específicamente las relaciones entre administradores, Junta Directiva, accionistas y quienes estén interesados en el buen desempeño de ellas.

1.4.3 REPRESENTANTE LEGAL DE LOS TENEDORES DE BONOS

Los representantes legales de tenedores de bonos son aquellas entidades que representan a los tenedores de bonos frente a la sociedad emisora, realizando todos los actos de administración y conservación necesarios para el ejercicio de los derechos y la defensa de los intereses comunes de los tenedores, velando porque la sociedad emisora cumpla con las obligaciones que se derivan del contrato suscrito con sus representados. De lo anterior, y teniendo en consideración la gran importancia que representa la figura dentro de una emisión para los tenedores de bonos, es que se ha creado y regulado ampliamente el tema, tratando así de generar la protección a los intereses de los tenedores de bonos, como uno de los mecanismos del Estado para salvaguardar el ahorro público y la economía.

1.4.3.1 Historia de Regulación

Tal y como se explicó anteriormente, teleológicamente la figura del representante de los tenedores de bonos esta fundamentada, a grandes rasgos, en la protección y representación de los intereses de los tenedores de bonos frente a la entidad emisora. Durante muchos años y con la vigencia del Decreto 2521 del 27 de julio de 1950, mediante el cual se reglamentan ciertas disposiciones legales sobre las sociedades anónimas, la figura del representante legal de tenedores de bonos no existía como en nuestros días, pues en aquél la figura se concretó en un “fideicomiso”²³, mediante el cual un banco actuaba como representante de los tenedores frente a la sociedad emisora.

²³ Fideicomiso o fiducia es el negocio jurídico en virtud del cual una persona (fideicomitente) transfiere uno o más bienes especificados a otra (fiduciario), quien se obliga a administrarlos o enajenarlos para cumplir una finalidad determinada por el constituyente en provecho de éste o de un tercero (fideicomisario).

El capítulo XI del decreto 2521 de 1950, regula todo el tema de los bonos; el artículo 224 define propiamente la figura en los siguientes términos: “Los fideicomisarios²⁴ tendrán el carácter de representantes legales de quienes hayan de ser tenedores de los bonos que se emitan y, como tales, intervendrán en todas las operaciones relacionadas con su emisión y en todas las posteriores que tiendan al estricto cumplimiento de las obligaciones provenientes de los contratos por ellos mismos aceptados. La responsabilidad de los fideicomisarios como representantes de los tenedores de bonos se extenderán hasta la culpa leve”.

Así mismo, el artículo 222 del mismo decreto, establece como una de las obligaciones del banco que actúa como fideicomisario suscribir el respectivo prospecto junto con los representantes legales de la sociedad, para el posterior registro, protocolización y publicación. Adicionalmente, el artículo 223 establece la responsabilidad penal en la que incurre el signatario, si los datos o informaciones del prospecto resultaren falsos y además la solidaridad en los daños y perjuicios bajo la presunción de dolo.

Aunque con esta regulación no se determina claramente frente a qué tipo de fiducia nos encontramos, atendiendo a la naturaleza de la operación y a la finalidad que se buscaba con la figura, se puede colegir que para la época se presentaba una fiducia en garantía²⁵, mediante la cual, en palabras del profesor Ramiro Rengifo “el propietario de unos bienes y quien necesita garantizar créditos que se le han otorgado o se le van a otorgar por parte de terceros,

²⁴ De acuerdo con la exposición de motivos del Proyecto de Código de Comercio de 1958, equivocadamente se utilizaba el término “fideicomisario” para referirse al fiduciario. Proyecto de Código de Comercio citado. Tomo II. Pág. 429.

²⁵ Esta afirmación se ve reforzada si observamos el Proyecto de Código de Comercio de 1958, presentado al Congreso de la República, el cual establecía, entre otras cosas, en su artículo 1491 la obligación de que en toda emisión de bonos interviniera un fiduciario determinando sus funciones. El numeral 5 del artículo citado, establecía como una de las funciones del fiduciario la siguiente: “Provocar las medidas conservatorias o de seguridad que sean del caso respecto de los bienes gravados en garantía de la emisión”. Ministerio de Justicia. Proyecto de Código de Comercio. Comisión Revisora del Código de Comercio. Tomo I. Bogotá. 1958. Pág. 313

transfiere dichos bienes a un fiduciario para que éste los tenga en beneficio de aquellos terceros acreedores, de tal suerte que si el deudor no paga, el acreedor o acreedores pueden solicitarle al fiduciario que enajene el bien o los bienes, con su producto les pague sus acreencias y el remanente lo tenga a favor del fiduciante”²⁶

Es de resaltar el carácter protector de la disposición con la cual se pretendía obligar al emisor a destinar unos bienes para garantizar el cumplimiento de sus obligaciones poniéndolos en manos de un tercero, el banco, quien se encargaba de administrarlos o enajenarlos, en caso de un incumplimiento, para hacer efectivas las acreencias de los prestamistas.

Sin embargo, el Decreto solo consagró una incipiente regulación y no profundizó en la figura, razón por la cual durante el tiempo de su vigencia, el tema no tuvo posibilidad de aplicarse en la práctica, pues no era posible conocer a ciencia cierta las obligaciones, calidades y procedimientos para la designación y ejercicio de las funciones del representante - fiduciario. Esta falencia trato de superarse con el fallido Proyecto de Código de Comercio de 1958, el cual pretendía reglamentar la figura de la fiducia aplicada al representante legal de los tenedores de bonos. Tal y como se puede observar en la exposición de motivos del citado proyecto, el fiduciario sería el intermediario entre los suscriptores de bonos y la entidad emisora, el cual intervendría “antes del nacimiento de los bonos a la vida comercial, durante su existencia y después de haberse cancelado”²⁷. De lo anterior se colige, que con el proyecto se buscaba ir más allá de lo consagrado en el decreto y empezar a darle forma propia a una figura aplicada directamente a la emisión.

²⁶ RENGIFO, Ramiro. La Fiducia. Legislación Nacional y Derecho Comparado. Fondo Editorial Universidad Eafit. Segunda Edición. Medellín. 2001. Página 394.

²⁷ Op.Cit. Proyecto Código de Comercio. Tomo II. Pag. 429.

Lo interesante de la figura en el Decreto 2521 era que incluía una garantía a favor de los acreedores. Esta garantía, estructurada a través del llamado fideicomiso, no funcionó en la práctica por la falta de regulación y comprensión de la misma. Lo llamativo es que con la expedición del decreto 1998 de 1972 la garantía desapareció como por “arte de magia” y en su lugar se empezó a construir lo que en nuestros días se conoce como representante legal de tenedores de bonos.

El capítulo VI del Decreto 1998, reguló el tema de los tenedores de bonos y sus representantes. A partir de este decreto, ya no sólo los bancos sino cualquier establecimiento de crédito pueden actuar como representante de tenedores de bonos y se estableció, entre otras cosas, las obligaciones y facultades que por ley, tienen los representantes en el ejercicio de sus funciones.

Para el año 1990, con el Decreto 1026 de 1990 capítulo VI se amplió la posibilidad de que fueran representantes legales de tenedores de bonos no sólo los bancos y los establecimientos de crédito sino también las corporaciones financieras y las sociedades fiduciarias autorizadas por la Superintendencia Bancaria, (pero, recuérdese sin la estructura de la fiducia); se crearon limitaciones para ejercer la representación de los tenedores de bonos, se determinaron las facultades y obligaciones de éstos y el trámite de designación posesión, registro y remoción.

Con posterioridad, el tema se reguló en mayor profundidad con la Resolución 400 de 1995, la cual ha sido modificada por las resoluciones 1210 de 1995 y la 334 de 2000, constituyendo así el conjunto normativo aplicable en la actualidad, así:

La resolución 400 en su artículo 1.2.4.4, modificado por la Resolución 334 de 2000 artículo 4, establece la obligación de que exista un representante de tenedores de bonos, cuando se trate de una oferta o negociación de bonos en el mercado público de valores. En cuanto a los bonos de riesgo, el artículo dejó

abierta la posibilidad de que existan o no. Igualmente se estableció que podrán ser representantes de tenedores de bonos las entidades autorizadas legalmente para ello, modificación que ya había sido introducida por la resolución 1210 de 1995.

Por su parte, el artículo 1.2.4.46 de la misma resolución establece que cuando se trate de bonos de garantía general que emitan las corporaciones financieras “no será necesario que exista un representante de los tenedores”, lo cual eximiría a dichas corporaciones de suscribir un contrato con éstos, y de aportarlo a la Superintendencia Financiera de Colombia con el fin de obtener el registro y la autorización de la misma, para la oferta pública de los bonos.

Haciendo una lectura detallada del citado artículo, se puede llegar a la conclusión que la resolución estableció, de manera negativa, quién podrá ejercer estas actividades, dejando claro que previamente dichas entidades deberán ser autorizadas para ello. Por consiguiente, y siguiendo los lineamientos que nos ofrece la resolución, no podrá ser representante de tenedores de bonos quienes se encuentren bajo una de las siguientes condiciones:

1. Que haya incumplido sus obligaciones como representante legal de los tenedores de bonos en otra emisión.
2. Que ejerza funciones de asesoría de la entidad emisora en materias relacionadas con la emisión.
3. Que sea beneficiario real²⁸ de más del 10% del capital social de la entidad emisora o que ésta sea beneficiaria real de más del 10% o más de su capital.
4. Que los beneficiarios reales de más del 10% de su capital social lo sean también de más del 10% del capital de la sociedad emisora.

²⁸ Véase supra. Glosario.

5. Que sea garante de una o más obligaciones de la sociedad emisora
6. Que haya suscrito un contrato para colocar la totalidad o parte de la emisión.
7. Que sea beneficiario real de más del 25% del capital de una persona jurídica que se encuentre en uno de los supuestos a que se refieren las dos condiciones anteriores.
8. Que en forma individual o conjunta con su matriz y/o entidades vinculadas, sea titular de la acreencia (sic) que representen más del 10% del total de los pasivos de la entidad emisora de los bonos.
9. Que los beneficiarios reales de más del 25% del capital social lo sean también en la misma proporción de una persona jurídica que se encuentre bajo alguno de los supuestos consagrados en los ítems 5, 6 y 8 del presente artículo.
10. Que el representante legal de la entidad, sea cónyuge, familiar hasta segundo grado de consanguinidad, primero de afinidad o único civil con algún miembro de la junta directiva o funcionario de nivel directivo de la entidad emisora, o de cualquier otra persona natural que se encuentre en alguno de los supuestos a que se refieren los ítems 2, 3, 5, 6 o 7 de la presente numeración.
11. Las demás en razón de las cuales se pueda encontrar una relación de conflicto de interés²⁹ con los tenedores de bonos a juicio de la Superintendencia de valores.

En conclusión, se podría decir que el impedimento general para ser representante de los tenedores de bonos, se centra en que exista un interés,

²⁹ Véase supra. Glosario.

positivo o negativo con la entidad emisora que dificulte el normal desarrollo de las funciones que éste está llamado a ejercer.

1.4.3.2 Designación, posesión y ejercicio del cargo.

A partir del artículo 1.2.4.9 hasta el 1.2.4.14 de la resolución 400 de 1995 se tratan diferentes temas relacionados con la gestión del representante legal de los tenedores de bonos, la cual será explicada brevemente.

El nombramiento inicial del representante legal de los tenedores de bonos lo hace la entidad emisora, con la cual se suscribe el respectivo contrato. No obstante, la asamblea general de los tenedores de bonos, una vez constituida legalmente, podrá designar en cualquier tiempo otro representante legal diferente. Dicho nombramiento deberá inscribirse en la Cámara de Comercio del domicilio principal de la entidad emisora, con la copia del acto administrativo proferido por la autoridad pública que haya autorizado la emisión, en la cual conste que el representante legal de los tenedores de bonos fue nombrado como tal y no se encuentra inhabilitado para el ejercicio de las funciones propias del cargo y, será sólo a partir de este momento que podrá ejercerlas, excepto cuando se trate de actuaciones que cumpla durante el trámite de la solicitud de autorización de la emisión, momento en el cual basta el nombramiento del emisor.

La Cámara de Comercio en donde se haya inscrito el nombramiento expedirá una certificación respecto de la persona que tenga la representación legal de los tenedores de bonos, y ésta será prueba única de su personería.

Durante la ejecución del contrato, la remuneración estará a cargo de la entidad emisora atendiendo a lo establecido en el mismo.

El representante legal de los tenedores de bonos podrá perder la calidad de tal en tres eventos:

- Cuando la asamblea general de tenedores desee removerlo³⁰.
- Cuando en el transcurso de la emisión se presente una situación que lo inhabilite para continuar actuando. Si esto sucede, el representante legal de los tenedores de bonos deberá convocar inmediatamente a la asamblea general de tenedores para que decida su reemplazo.
- Cuando presente renuncia. En este caso, la renuncia tendrá que ser calificada por la autoridad pública que haya autorizado la emisión y solo procederá cuando se presenten “motivos graves” o cuando exista una justa causa prevista en el contrato de emisión.

1.4.3.3 Contrato suscrito entre la entidad emisora y el representante legal de los tenedores de bonos

Tal y como lo consagra el artículo 1.2.4.6 de la Resolución 400, modificado por la Resolución 1210 de 1995 artículo 3, la entidad emisora y el representante legal de los tenedores de bonos deberán suscribir un contrato de representación de tenedores de bonos³¹, el cual contendrá:

³⁰ Parecería contraria al principio de relatividad de los contratos esta disposición, en la medida en que permite que quien no es parte en el contrato tenga la facultad de darlo por terminado en cualquier momento, pues como se explicará más adelante las partes en el contrato son la entidad emisora y el representante legal de los tenedores de bonos. No obstante, si se atiende el sentido teleológico de la norma, se entendería el por qué un tercero tendría facultades para dar por terminado el contrato, pues en la medida en que éste debe velar por los intereses de los tenedores de bonos, éstos podrían removerlo cuando no esté cumpliendo sus funciones. Legalmente, el inconveniente se resolvería entendiendo que la ley, en sentido material, es norma con rango superior a la ley contractual.

³¹ Resulta extraño y contrario a la Teoría General de los Contratos, el hecho de que el contrato al que se refiere este acápite sea suscrito por el representante legal de los tenedores de bonos y la entidad emisora, pues realmente los intereses en este tipo de contratos están en cabeza de los tenedores y su representante y serían ellos quienes deberían ser parte en el contrato. Sin embargo, la explicación a esta contradicción encuentra su fundamento en el hecho de que solamente se puede hablar de tenedores, como acreedores de la sociedad emisora, en sentido

- Las cláusulas que hayan de regir las relaciones jurídicas entre la entidad emisora y el representante legal de los tenedores de bonos.
- Las obligaciones del representante legal de los tenedores de bonos.
- La obligación para la entidad emisora de suministrar al representante de los tenedores todas las informaciones que éste requiera para el desempeño de sus funciones, y de permitirle inspeccionar, en la medida que sea necesario para el mismo fin, sus libros, documentos y demás bienes.
- La entidad emisora ordenará a su revisor fiscal suministrar al representante legal de los tenedores toda la información que éste requiera para el desempeño de sus funciones.

Así mismo, el artículo 1.2.4.6 de la Resolución 400 establece que cuando la asamblea de tenedores de bonos designe un nuevo representante legal, el nuevo contrato celebrado entre la entidad emisora y la persona designada como nuevo representante³², deberá suscribirse e inscribirse en el Registro Mercantil dentro de los 10 días hábiles siguientes a la realización de la Asamblea, salvo justa causa que deberá acreditarse ante la Superintendencia de Valores de Colombia.

1.4.3.4 Funciones

El artículo 1.2.4.8 de la Resolución 400, modificado por el artículo 4º de la Resolución 1210 de 1995 consagra en forma clara las funciones que debe ejercer el representante legal de los tenedores de bonos, así:

estricto a partir de la fecha de suscripción, y por lo tanto, para el momento de la firma del contrato no estaría aún conformada la Asamblea.

³² Obsérvese que aún después de conformada la Asamblea de tenedores de bonos, el contrato celebrado con el nuevo representante se suscribe con el emisor y no con la Asamblea, como sería indicado, lo que reivindica la idea expuesta anteriormente de la contradicción con la Teoría general de los Contratos., en cuanto a los intereses de las partes.

- Realizar todos los actos de administración y conservación que sean necesarios para el ejercicio de los derechos y la defensa de los intereses comunes de los tenedores.
- Llevar a cabo los actos de disposición para los cuales lo faculte la asamblea de tenedores en los términos de la presente resolución.
- Actuar en nombre de los tenedores de bonos en los procesos judiciales y en los de quiebra o concordato, así como también en los que se adelanten como consecuencia de la toma de posesión de los bienes y haberes o la intervención administrativa de que sea objeto la entidad emisora. Para tal efecto, el representante de los tenedores deberá hacerse parte en el respectivo proceso dentro del término legal, para lo cual acompañará a su solicitud como prueba del crédito, copia auténtica del contrato de emisión y una constancia con base en sus registros sobre el monto insoluto del empréstito y sus intereses.
- Representar a los tenedores de bonos en todo lo concerniente a su interés común o colectivo.
- Intervenir con voz pero sin voto en todas las reuniones de la asamblea de accionistas o junta de socios de la entidad emisora.
- Convocar y presidir la asamblea de tenedores de bonos.
- Solicitar a la Superintendencia de Valores de Colombia (Hoy Superintendencia Financiera) los informes que considere del caso y las revisiones indispensables de los libros de contabilidad y demás documentos de la sociedad emisora.
- Informar a los tenedores de bonos y a la Superintendencia de Valores de Colombia (Hoy Superintendencia Financiera), a la mayor brevedad posible y por medios idóneos, sobre cualquier

incumplimiento de sus obligaciones por parte de la entidad emisora.

- Las demás funciones que se establezcan en el contrato³³ o que les asigne la asamblea de tenedores de bonos

1.4.3.5 Prohibiciones

De acuerdo con el párrafo del artículo 1.2.4.8 de la Resolución 400 de 1995, modificado por el artículo 4º de la Resolución 1210 de 1995, el representante legal de los tenedores no podrá dar información sobre los reportes que reciba respecto de la entidad emisora y le está prohibido revelar o divulgar las circunstancias o detalles que hubiere conocido sobre los negocios de ésta, en cuanto no fuere indispensable para la protección de los interés de los tenedores de bonos. Esta prohibición se ve exceptuada cuando se esté en presencia de la función de informar a los tenedores de bonos y a la Superintendencia de Valores sobre cualquier incumplimiento de las obligaciones por parte de la entidad emisora.

1.4.3.6 Responsabilidad

En concordancia con el artículo 68 del Decreto Ley 1026 de 1990, el artículo 1.2.4.36 de la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores de Colombia establece que la responsabilidad que se les atribuye a los representantes legales de los tenedores de bonos, se extiende hasta la culpa leve.

Adicionalmente, y en complemento del artículo antes mencionado, la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores de Colombia

³³ Regularmente, los contratos suscritos entre la entidad emisora y el representante legal de los tenedores de bonos se limitan a consagrar como obligaciones de éste último, las mismas funciones que enumera el presente artículo.

establece en su artículo 1.2.4.39, que las acciones que tengan por objeto hacer efectiva dicha responsabilidad prescriben en cuatro (4) años.

1.5 CLASES DE BONOS

Con el fin de lograr una mayor precisión jurídica y una percepción más amplia del tema aquí tratado, se debe resaltar que atendiendo a diferentes criterios, como por ejemplo los derechos contenidos en los bonos, se pueden presentar diferentes clases de éstos. En consecuencia, los bonos pueden clasificarse, atendiendo a su contenido, en: Bonos ordinarios, bonos convertibles en acciones y bonos con cupones de suscripción de acciones, entre otros.

1.5.1 BONOS ORDINARIOS

Son aquellos que tienen un contenido crediticio propiamente tal, en tanto, incorporan el derecho a reclamar una suma determinada de dinero en un tiempo futuro, es decir, implica una prestación dineraria exigible en un futuro determinado o determinable. Adicionalmente, la Superintendencia Financiera de Colombia los define como “aquellos que confieren a sus tenedores los mismos derechos, de acuerdo con el respectivo contrato de emisión y están garantizados con todos los bienes de la entidad emisora, sean presentes o futuros.”³⁴.

³⁴ SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA. Glosario. En: <http://www.superintendenciafinanciera.gov.co/>._{Consulta: 23 de marzo de 2006}

1.5.2 BONOS CONVERTIBLES EN ACCIONES

En este tipo de bonos se incorpora, desde su creación, un derecho de contenido crediticio (reclamar dinero), pero una vez se presenta el vencimiento³⁵, tendrá el beneficiario el “derecho” a reclamar acciones y siendo así, se podría entender que no es un título valor de contenido crediticio sino un título de tradición o representativo de mercaderías. Sin embargo, esta apreciación no se puede hacer tajantemente, sino que habrá que entrar a diferenciar si se trata de un bono potestativa u obligatoriamente convertible en acciones. Respecto al bono obligatoriamente convertible en acciones³⁶, sí cabría hacer esta afirmación pero respecto al potestativamente convertible en acciones no podría hacerse en términos absolutos, en tanto se consagra el derecho a reclamar dinero y una potestad de exigir, en su lugar, acciones.

Esta categoría de bonos está regulada en el artículo 1.2.4.26 de la Resolución 400, estableciéndose que son aquellos bonos que confieran a sus tenedores el derecho de convertirlos, en todo o en parte, en acciones de la sociedad emisora o cuyo pago debe efectuarse por la sociedad emisora mediante la entrega de un número determinado o determinable de acciones liberadas de la misma. Adicionalmente, se le otorga a los titulares una facultad especial, cual es la de convertir en acciones los bonos antes de su vencimiento atendiendo a las condiciones y períodos determinados.

³⁵ Al respecto, el Boletín Jurídico de Junio de 2005 de la Superintendencia de Valores de Colombia, citando el artículo 1.2.4.26 de la Resolución 400 de 1995, estableció que “... podrán otorgarse a sus titulares el derecho de convertirlos en acciones antes de su vencimiento en los períodos y bajo las condiciones que se determinen”.

³⁶ Hablando de los bonos obligatoriamente convertibles en acciones y en palabras de Sergio Rodríguez Azuero, “... es obvio que no se trata ya de un mecanismo para la captación de recursos externos, sino de un instrumento alternativo para acudir al mercado de capitales, fortaleciendo anticipadamente el patrimonio de la entidad receptora, en la medida en que por fuerza y sin opción, al final las obligaciones asumidas se traducen en la entrega de acciones”. En: RODRIGUEZ AZUERO, Op. Cit., Pág. 454.

Más adelante, los artículos 1.2.4.27 y 1.2.4.33 de la mencionada Resolución, establecen unos requisitos adicionales para este tipo de bonos, exigiendo además de los generales, los siguientes:

- Que se indique el plazo durante el cual los tenedores pueden ejercer el derecho de conversión y las bases de la misma.
- Que sean nominativos
- No pueden ser adquiridos por la sociedad emisora, ni por sí misma ni por interpuesta persona, salvo cuando se presenten cualquiera de los siguientes eventos al momento de la readquisición:
 - Que los acreedores de la sociedad hayan aceptado por escrito la readquisición.
 - Que haya constituida una reserva en la sociedad para tal fin.
 - Que todos los pasivos externos de la sociedad cuenten con la garantía de la Nación.

1.5.3 BONOS CON CUPONES DE SUSCRIPCIÓN DE ACCIONES. LOS CUPONES.

Son aquellos bonos que llevan adheridos unos cupones que le dan la posibilidad al tenedor de los mismos, de convertirlos en acciones. Lo primero que hay que aclarar para determinar el contenido de este tipo de bonos es que se trata de dos documentos con contenidos diferentes: Mientras el bono como tal, incorpora el derecho a reclamar una suma de dinero en un tiempo futuro como un bono ordinario, es decir, con contenido crediticio, el cupón simplemente es un documento que da la potestad al tenedor de adquirir acciones, es decir, no incorpora un derecho incondicional sino que con éste se está “documentando un compromiso bilateral contraprestacional, en la forma de una opción”³⁷.

³⁷ RENGIFO, Op. Cit., Pág. 341.

Siendo así, podría concluirse que el bono con cupones de suscripción de acciones es un título valor de contenido crediticio con una ventaja adicional, cual es la de permitir el ejercicio de la opción de adquirir acciones en la entidad emisora.

Con respecto a la naturaleza jurídica de los cupones, las opiniones no son unánimes. Por ejemplo la Superintendencia de Valores de Colombia en la Resolución 400 de 1995 parece darle la categoría de título valor. Esta clasificación olvida que la categoría de “título valor” viene dada por la misma ley y no podrá otorgarse dicha calidad a documentos sin que el mismo legislador se la otorgue. Por su parte, otros consideran que no se puede hablar de título valor en este supuesto. Por ejemplo, el Profesor Ramiro Rengifo considera que: “si el cupón no consagra a favor de su tenedor un derecho incondicionado, como lo es el de todo título valor, sino obligaciones y potestades o, si se quiere, prerrogativas, difícilmente se le puede atribuir la categoría pretendida, así tenga una forma, así se pueda “negociar” y así pueda circular con carácter nominativo, a la orden a al portador”.

El artículo 1.2.4.27 estableció igualmente unos requisitos especiales que deben contener “los cupones” de bonos:

- El número de acciones que podrían ser suscritas o la forma de establecerlo, el precio de suscripción o los criterios para determinarlo.
- El momento a partir del cual se podrá ejercer el derecho de suscripción y el plazo para tal efecto.

1.5.4 OTROS TIPOS DE BONOS

Además de los bonos antes mencionados y cuyo criterio de identificación es el derecho contenido, existen en el mercado otro tipo de bonos regulados por la

ley, cuales son: el bono de riesgo, el bono de prenda, el bono de garantía general y específica. Así entonces, de manera breve se hará una alusión a los mismos:

Bonos de riesgo: Los bonos de riesgo son aquellos emitidos por empresas o entidades que celebran un acuerdo de reestructuración, de los previstos en la Ley 550 de 1999, y “pueden incorporar el reconocimiento de un rendimiento financiero, tasa de interés o cualquier otra forma de rendimiento que se convenga en el acuerdo de reestructuración”³⁸, en otras palabras, constituyen una forma de capitalización de los pasivos en empresas reestructuradas. Fueron creados por el Régimen de Reactivación Empresarial “Ley 550 de 1999” y reglamentados por el Decreto 257 de 2001 del Ministerio de Desarrollo Económico.

El artículo 40 de la Ley 550 de 1999 estableció que: “para la emisión y colocación de las acciones y bonos de riesgo provenientes de capitalización de créditos, será suficiente la inclusión en el acuerdo del reglamento de suscripción”. En consecuencia, no se requerirá trámite o autorización alguna para la colocación de los títulos respectivos, y el aumento del capital podrá ser inscrito, sin costo, en el registro mercantil de la Cámara de Comercio competente, acompañado de la copia del acuerdo y el certificado del representante legal y el revisor fiscal, o en su defecto del contador de la entidad, sobre el número de títulos suscritos y el aumento registrado en el capital.

Bonos de Garantía General: Son aquellos que son emitidos por las corporaciones financieras, y “están garantizados con todos sus activos”³⁹.

³⁸ Decreto 257 de 2001.

³⁹ En: http://www.afin.com.co/BancoConocimiento/R/Renta_Fija/Renta_Fija.asp?CodSeccion=3
[Consulta: 16 de abril de 2007]

Bonos de garantía específica: Son aquellos emitidos por las corporaciones financieras y “están garantizados por un crédito colectivo específico”⁴⁰.

Bonos Hipotecarios: Son títulos creados por la ley 546 de 1999 y reglamentados por la Resolución 0089 de 2000 de la Superintendencia de Valores de Colombia, modificada por la Resolución 154 de 2000. La ley señaló que los bonos hipotecarios son aquellos emitidos por los establecimientos de crédito, su denominación es en UVR, de contenido crediticio y adicionalmente, están destinados obligatoriamente a la financiación de vivienda.

Bonos de Deuda Pública Interna: Son bonos emitidos por entidades territoriales (departamentos, municipios y distritos) así como por las empresas industriales y comerciales del estado y sociedades de economía mixta. Tal y como lo establece Francisco Morales Casas, “son emitidos con el propósito de obtener financiación para determinados proyectos públicos o simplemente para restringir la liquidez en el mercado”⁴¹.

Bonos de prenda: “Título valor de contenido crediticio que implica una promesa de pagar una cierta suma de dinero en un tiempo futuro, a la orden de una persona determinada o al portador, que se garantiza con prenda sobre las mercancías que en él se refieren y que están depositadas en un almacén general de depósito”⁴².

1.6 REQUISITOS FORMALES DE LOS BONOS

⁴⁰ En: http://www.afin.com.co/BancoConocimiento/R/Renta_Fija/Renta_Fija.asp?CodSeccion=3
[Consulta: 16 de abril de 2007]

⁴¹ MORALES CASAS, Francisco. Fundamentos de la actividad y los negocios bancarios. Análisis Institucional Legal y Operativo de la Banca y su Entorno. Jurídica Radar Ediciones. Tercera edición. 2005. Pág. 627.

⁴² RENGIFO, Op. Cit., Pág. 422.

Así como lo establece el principio de “Incorporación”⁴³ que regula los títulos valores, los bonos deben tener un contenido preciso (incluyendo los requisitos especiales que para cada tipo de bono se han consagrado) para poder constituirse como tal, pues de lo contrario, el título nunca llegaría a existir. Estos requisitos se encuentran en el artículo 1.2.4.3 de la Resolución 400 de 1995 y son:

1. “La palabra “BONO”. Tratándose de bonos de riesgo, se empleará la denominación “Bono de Riesgo”. Este requisito hace alusión al derecho que se incorpora, es decir, a reclamar una suma de dinero determinada como fracción de un crédito colectivo.
2. La fecha de expedición, es decir, la fecha de entrega con la intención de hacerlo negociable, la cual es el inicio del plazo de exigibilidad del derecho incorporado.
3. La indicación de su ley de circulación, es decir, si es nominativo, a la orden o al portador⁴⁴. Los bonos obligatoriamente convertibles en acciones serán nominativos”.
4. El nombre de la entidad emisora y su domicilio principal. El primero de los requisitos tiene que ver con la identificación del obligado cambiario directo mientras que el segundo, se refiere al lugar en donde se han de efectuar el pago del capital y de los intereses, si no se indica lugar de pago diferente.
5. La serie, número, valor nominal y primas, si las hubiere. Los primeros dos sirven para identificar el título, pues al ser títulos en masa se requiere darle individualidad e identidad. En cuanto al valor nominal, se

⁴³ “Formalidades que el documento, como contentivo de un derecho, debe tener...los documentos, para adquirir la categoría de título valor, deben reunir los requisitos que para cada uno de ellos en concreto exige la ley cambiaria”. RENGIFO, Op. Cit., Pág. 35.

⁴⁴ Véase supra .Numeral 1.2.

puede decir que es la porción del crédito que la emisora esta obligada a pagar una vez venza el título. Atendiendo al “Instructivo para la realización de oferta pública de acciones, bonos y papeles comerciales” de la Superintendencia Financiera de Colombia, entre otras normatividades, el monto nominal de los valores o el de sus cupones de capital, se deberá expresar en múltiplos de cien mil pesos (\$100.000) o de mil (1000) unidades básicas cuando ésta sea diferente al peso colombiano.

6. El rendimiento del bono. Se hace alusión a la retribución o intereses que paga el emisor por el uso que hace del dinero y, no solamente se refiere a los rendimientos como tal sino también a los descuentos y a los cupones para la suscripción de acciones.
7. El monto de la emisión, la forma⁴⁵, lugar y plazo para amortizar el capital y los intereses. Como ya se ha dicho, los bonos son títulos valores causales, en tanto la literalidad contiene el negocio jurídico del cual nació el derecho incorporado en el título. Este requisito es el que manifiesta el carácter causal del título.

Con respecto al monto de la emisión, cabe resaltar que la Resolución 400, estableció un tope mínimo de emisión pero no lo hizo con respecto al máximo, pudiendo así la entidad creadora del título emitir bonos que superen el monto de su capital y sus reservas. Esta situación no se presentaba en vigencia del Decreto 1026 de 1990, el cual establecía tanto topes mínimos como máximos.

8. El número de cupones que lleva adherido. El artículo 1.2.4.3 de la Resolución 400 exige que en cada cupón deberá indicarse el título al cual pertenece, su número, valor y la fecha en que puede hacerse

⁴⁵ Al respecto véase artículo 1.2.4.8 numeral 13 de la resolución 400 de 1995.

efectivo. Al respecto, la resolución ha precisado que los cupones tendrán la misma ley de circulación del bono⁴⁶.

9. La firma del representante legal de la entidad emisora y de la entidad avalista con indicación del monto aval, o de las personas autorizadas para el efecto.
10. Si los bonos son convertibles en acciones y las condiciones de conversión respectivas. En este punto se debe precisar si se trata de una facultad o una obligación que tiene el beneficiario del título de convertir los bonos en acciones de la sociedad emisora.
11. Tratándose de bonos de riesgo, las normas especiales que le sean aplicables y las condiciones que se pacten en el acuerdo de reestructuración, de conformidad con las normas legales vigentes.
12. La advertencia en caracteres destacados de que la autorización de emisión, la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios⁴⁷ y la autorización para realizar la oferta pública no implican certificación sobre la bondad del valor o la solvencia del emisor. En este punto, lo que pretende la Resolución es exonerar de “responsabilidad”⁴⁸ a la Superintendencia de Valores de Colombia, haciendo la advertencia al público de que no es función de dicha entidad administrativa, certificar la calidad de los bonos emitidos.

⁴⁶ Esta es una clara manifestación de que la resolución 400 de 1995, trató de darles la categoría de títulos valores a los cupones, en tanto les atribuye una ley de circulación, característica que se presenta de manera exclusiva en los títulos valores.

⁴⁷ Recuérdese que a partir de la vigencia de la Ley 964 de 2005, ya no se habla del Registro Nacional de Valores e Intermediarios sino de Registro Nacional de Valores y Emisores. Por lo tanto, las referencias que se hagan en el presente trabajo al Registro Nacional de Valores e Intermediarios, deberá entenderse al Registro Nacional de Valores y Emisores.

⁴⁸ Se encuentra carente de sentido la disposición, en la medida en que la Superintendencia nunca adquiere responsabilidad respecto a terceros por sus actividades de vigilancia y control.

13. Las demás indicaciones que, en concepto de la Superintendencia de Valores de Colombia sean convenientes. Dentro de estos se encuentran, según el “Manual de Oferta Pública de Valores en el Mercado Primario y Secundario” de la Superintendencia Financiera de Colombia: la previsión del espacio para las fechas de emisión, suscripción y vencimiento y, las reglas relativas al fraccionamiento, englobe y reposición de los títulos. Este requisito presenta un problema que atenta contra el principio de formalidad y literalidad de todos los títulos valores (artículo 620 del Código de Comercio), en tanto abre un margen muy amplio de regulación y, se tendría que recurrir en cada caso concreto a averiguar si ésta entidad exige nuevas formas que deban incorporarse, pues de lo contrario, como ya se ha dicho, el bono no existiría.

1.7 PROCEDIMIENTO FRENTE A LA PÉRDIDA DE LOS BONOS

El artículo 1.2.4.24 de la Resolución 400 de 1995, extiende la aplicación de algunas normas relativas a las acciones a los bonos, dentro de las cuales se encuentra el artículo 402 del Código de Comercio, que se refiere a la expedición de duplicados en el evento de hurto, pérdida o deterioro de un título nominativo, en los siguientes términos: “En los casos de **hurto o robo** de un título nominativo, la sociedad lo sustituirá entregándole un duplicado al propietario que aparezca inscrito en el registro de acciones, comprobando el hecho ante los administradores, y en todo caso, presentando la copia autentica del denuncia penal correspondiente. Cuando el accionista solicite un duplicado por **pérdida** del título, dará la garantía que le exija la Junta Directiva. En caso de **deterioro** la expedición del duplicado requerirá la entrega por parte del accionista de los títulos originales para que la sociedad los anule. Los títulos al portador solo serán sustituibles en caso de deterioro”.

Como se puede observar, para el evento de robo, extravió o deterioro de los bonos nominativos bastará con que se expida un duplicado del mismo, sin tener que recurrir al proceso de cancelación y reposición de título valor, consagrado en los artículos 802 y siguientes del estatuto comercial, el cual constituye el principio general para aplicar a los títulos valores.

1.8 PRESCRIPCIÓN DE ACCIONES

La prescripción de las acciones⁴⁹ tendientes a obtener el pago del capital y los intereses en los bonos, se reguló inicialmente en el artículo 759 del Código de Comercio, el cual establece que las acciones para el cobro de los intereses y del capital de los bonos prescribirán en cuatro (4) años *contados a partir de la fecha de expedición*. Si se tiene en cuenta que la fecha de expedición es aquella a partir de la cual se hace la entrega con la intención de hacerlo negociable, constituyéndose como el inicio del plazo de exigibilidad del derecho incorporado, resultaría ilógico otorgar un plazo de prescripción que no se encuentra ligado con la exigibilidad del título, sino con el inicio del plazo. Por esta razón, la resolución 400 en su artículo 1.2.4.38 trató de solucionar esta impropiedad del legislador y otorgó los mismos cuatro años de prescripción pero ahora contados a partir de la fecha de exigibilidad.

Cabe resaltar del artículo 1.2.4.38 de la resolución mencionada, tres aspectos importantes:

- La prescripción de las acciones es de cuatro (4) años, y no de tres (3), como es el principio general.
- No se distingue entre la acción directa y las de regreso que pudiera ejercer el tenedor del título. Pareciera ser que la resolución antes mencionada, partiera del supuesto de que solo existen bonos

⁴⁹ Cabe resaltar la impropiedad en la que cayó el legislador cuando trató de hablar de prescripción. "La prescripción se diferencia de la caducidad en que la primera extingue un derecho para una persona y lo radica al mismo tiempo en otra, mientras que la caducidad es la simple pérdida del ejercicio de una acción sin que se pierda el derecho para uno y, simultáneamente, se adquiera para otro". RENGIFO, Ramiro. Op.Cit., Pagina 177.

nominativos pues la presencia de los obligados cambiarios de regreso solo es predicable de los bonos a la orden.

- La prescripción se cuenta a partir de la fecha de exigibilidad y no de la fecha de expedición del bono.

2 LA EMISIÓN DE BONOS

La emisión de bonos en el mercado colombiano tiene gran importancia no sólo desde el punto de vista económico sino también social y político, en la medida en que con la actuación de los diferentes entes estatales, se pone de manifiesto un intervencionismo de estado en las actividades del mercado, y al ser un medio de financiación de las entidades autorizadas, se regula activamente la materia y se brinda, de esta manera, mayores protecciones a quienes realizan el préstamo y se establecen reglas del juego claras en cuanto a la oferta de los bonos.

Por ello, tanto la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores de Colombia como el Decreto 1026 de 1990 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia regulan, principalmente, tanto ofertas públicas como privadas de valores, respectivamente. Este trabajo, como se debe recordar, se enfoca solo a la oferta pública de valores y en consecuencia, el análisis se centrará en la Resolución 400 de 1995. Ello no impide que se clarifiquen las dos categorías, como a continuación se muestra.

2.1 OFERTA PÚBLICA Y OFERTA PRIVADA

El artículo 845 del Código de Comercio define la oferta en los siguientes términos: “La *oferta o propuesta*, esto es, el proyecto de negocio jurídico que una persona formule a otra, deberá contener los elementos esenciales del negocio y ser comunicada al destinatario. Se entenderá que la propuesta ha sido comunicada cuando se utilice cualquier medio adecuado para hacerla conocer al destinatario”. De lo anterior, puede concluirse que la oferta está determinada por diferentes elementos, cuyo cumplimiento materializa la existencia de la oferta misma, cuales son:

- Declaración unilateral de voluntad expresada y comunicada de manera completa.
- Definición de las cláusulas esenciales del negocio jurídico que se pretende celebrar. Es por esto, que si cualquiera de las partes pretendiera introducir modificaciones, adiciones o condiciones se constituiría una nueva oferta.⁵⁰

El artículo 1.2.1.1 de la Resolución 400 establece: “Se considera como oferta **pública** de valores, aquella que se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación o representativos de mercancías”.

Esta disposición muestra cómo los documentos emitidos en masa o en serie de contenido crediticio, representativo de mercaderías o de participación, pueden ser objeto de una oferta pública de valores, la cual por tener una importancia jurídica trascendental está regida por normas especiales que los emisores deben observar con el fin de que dicha emisión produzca los efectos jurídicos deseados.

Con la introducción de la Ley 964 de 2005, el legislador se encargó de definir lo que se entiende por oferta pública en los siguientes términos: “Aquellas que se dirijan a personas no determinadas o a sectores o grupos de personas relevantes, o que se realicen por algún medio de comunicación masiva para suscribir, enajenar o adquirir *valores*”. Obsérvese que la Ley 964 de 2005 ya no habla de “documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus

⁵⁰ Como consecuencia de lo anterior, y acercando la exposición al tema que nos interesa, el boletín de abril de 2005 de la Superintendencia de Valores de Colombia ha establecido: “la modificación de cualquier elemento esencial del futuro contrato, constituye una nueva oferta, razón por la cual se hace necesario adelantar su correspondiente autorización, so pena de declarar ineficaces de pleno derecho los actos jurídicos que se celebren como consecuencia de una oferta pública de valores que no haya sido autorizada”

titulares derechos de crédito, de participación o representativos de mercancías” como lo hacía la Resolución 400 sino que lo sujeta al término “valor”, cuya definición fue incorporada por la misma Ley en su artículo 2º⁵¹.

Adicionalmente, este artículo nos define lo que se entenderá por oferta *privada* de valores, en los siguientes términos: “No se considerará pública la oferta de acciones o de bonos obligatoriamente convertibles en acciones que esté dirigida a los accionistas de la sociedad emisora, siempre que sean menos de quinientos (500) los destinatarios de la misma”.

Complementa la definición de la oferta privada el inciso tercero de la misma disposición, el cual establece que tampoco será pública la “oferta resultante de una orden de capitalización impartida por autoridad estatal competente, dirigida exclusivamente a accionistas de la sociedad, o la que tenga por objeto capitalizar obligaciones de la misma, siempre y cuando se encuentren reconocidas dentro de un proceso concursal en el que se haya tomado tal decisión, en ambos casos sin importar el número de personas a quienes se encuentre dirigida.

En el evento en que la oferta esté dirigida a los accionistas de la sociedad emisora y a cien o más personas, se entenderá como una oferta pública. Igualmente, se entiende oferta pública cuando los destinatarios de la oferta se determinen con base en una labor de premercadeo realizadas entre personas no determinadas o cien o más personas determinadas.

La importancia de esta distinción tiene alcances normativos y prácticos; pues como lo ha explicado la Superintendencia de Sociedades de Colombia en su oficio 220-58469 de noviembre de 2002, la normatividad aplicable para la oferta pública de valores es la Resolución 400 mientras que el Decreto 1026 de 1990

⁵¹ Todo derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público. Los valores tendrán las características y prerrogativas de los títulos valores, excepto la acción cambiaria de regreso.

sigue aún vigente en cuanto a la oferta privada. De otro lado, se debe tener en cuenta que previa la emisión de los bonos, las entidades emisoras deberán obtener la autorización de diferentes entidades estatales, atendiendo al tipo de emisión y a la entidad, así: La Superintendencia Financiera de Colombia es el ente encargado de aprobar la emisión de bonos en las ofertas públicas, en tanto la Superintendencia de Sociedades de Colombia, sería la encargada de autorizar “la correspondiente emisión y verificar que se realice de acuerdo con las disposiciones legales pertinentes, cuando se trate de entidades sometidas a su inspección y vigilancia , siempre y cuando se reitera, la oferta sea privada”⁵²

2.2 EMISIONES SINDICADAS

Antes de la entrada en vigencia de la resolución 400 de 1995, el acceso al mercado público de valores presentaba ciertos inconvenientes para las medianas y pequeñas empresas que buscaban recursos en el mercado, pues se debía cumplir con una serie de requisitos como: montos mínimos de emisión, calificación de riesgo y estrictos estándares de información suministrada al mercado, los cuales eran de difícil cumplimiento por parte de ellas. Esto llevó a que, de una u otra manera, solamente se acudiera al crédito tradicional ofrecido por el sector financiero para buscar recursos de financiación.

Con la resolución 400 y la consecuente consagración de las emisiones sindicadas en su artículo 1.2.4.1.1, se abrió la posibilidad de realizar emisiones de bonos a través de la unión de diferentes entes del sector productivo que necesitaran financiación. Para obtener dicho fin, la resolución se encargó de consagrar los requisitos que deberían observar los interesados para proceder a

⁵² Oficio 220-58429 del 21 de noviembre de 2002. Superintendencia de Sociedades de Colombia. Véase también el artículo 14 del Decreto Ley 1026 de 1990

realizar una emisión sindicada de bonos, en su artículo 1.2.4.1.1, adicionado por el artículo 2º de la Resolución 135 de 2001, así:

- Se constituya aval sobre la totalidad del capital e intereses que hayan de pagarse para atender la emisión sindicada, o alternativamente, todos los emisores agrupados en la emisión sindicada se constituyan deudores solidarios de la misma.
- Se establezca un acuerdo⁵³ escrito entre los emisores sindicados, donde se prevea como mínimo:
 - Identificación de las entidades que realizarán la emisión sindicada
 - Reglas necesarias para la sindicación.
 - Monto total de la emisión sindicada y sus características.
 - Monto que aspira a recibir cada una de ellas del total de la colocación.
 - Reglas que se establezcan para la distribución de dichos recursos entre los participantes de la sindicación.
 - Monto por el cual cada una de las entidades sindicadas responderá, de pactarse la sindicación a través del aval.
 - Obligación de pago de los bonos por cada una de las entidades que participan en la sindicación, la cual es de carácter personal, directo e incondicional.
 - Procedimiento a seguir cuando los emisores sindicados se constituyan en deudores solidarios de la emisión sindicada.

⁵³ Este acuerdo será el que deberá presentarse a la Superintendencia Financiera de Colombia en aras de conseguir el registro y la autorización para realizar la oferta pública de valores, contenido en el prospecto de colocación, según lo indica el párrafo 2º del artículo 1.2.2.2 de la Resolución 400 de 1995.

- Procedimientos específicos que deberán poner en práctica cada una de las entidades sindicadas, con el objeto de asegurar el cumplimiento de las obligaciones que se adquieran con los suscriptores de los valores emitidos.
- La representación legal única de sus participantes, para todos los efectos de la emisión.
- La relación entre dicha sindicación y el representante de tenedores de bonos.
- Las demás que con el fin de cumplir los cometidos establecidos en la ley, resulten indispensables a juicio de la Superintendencia de Valores de Colombia.
- Se confiera la administración de la emisión sindicada, a una sola entidad fiduciaria, o, a un depósito centralizado de valores.

Teleológicamente, la norma busca que varias empresas constituyan o aporten a un patrimonio autónomo, administrado por una sociedad fiduciaria, para que él mismo se endeude emitiendo títulos de deuda, (bonos y/o papeles comerciales), presentándose de ésta manera la emisión sindicada. Dicho patrimonio autónomo puede constituirse con cualquier tipo de bien o activo, sin exigencia alguna en cuanto al monto aportado por las empresas que lo originen. Adicionalmente, al ser el patrimonio autónomo quien adquiere la calidad de emisor, las empresas no están obligadas a suministrar información sobre su situación al mercado.

De otro lado, se busca un aislamiento del riesgo de las empresas respecto de la emisión, por lo que la sociedad calificadora de riesgo centrará su atención en el respaldo que brinde el patrimonio autónomo y no en la situación financiera de las empresas que lo constituyeron, lo cual adquiere mayor importancia

cuando se trata de analizar los factores de riesgo involucrados en la emisión, por parte de los inversionistas.

No obstante, aún después de que el legislador creara esta figura que permite a las pequeñas y medianas empresas incrementar su participación en el mercado público de valores, a través de una regulación amplia y benéfica, las empresas en la práctica no utilizan este mecanismo para financiarse, y siguen acudiendo al crédito ofrecido en el sector financiero. Aunque no es claro si ello se debe a falta de conocimiento del mecanismo o a falta de esfuerzos serios tendientes a utilizarlo o a una excesiva regulación, lo cierto es que estas pequeñas empresas siguen acudiendo a los Bancos para financiar sus operaciones, en lugar de aprovechar las ventajas de la desintermediación, que se hicieron notar. Estas circunstancias, deberían ser analizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia para promover su utilización, modificar la excesiva regulación o eliminar el mecanismo.

2.3 REQUISITOS PARA LA EMISIÓN DE BONOS

Conforme al artículo 1.2.4.2 de la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores de Colombia, modificado por el artículo 2 de la resolución 334 de 2000, los requisitos necesarios para la emisión de bonos son:

1. El monto de la emisión de bonos objeto de la oferta pública no debe ser inferior a dos mil (2.000) salarios mínimos mensuales.
2. Cuando la emisión se trate (sic) de *bonos convertibles en acciones o bonos con cupones para la suscripción de acciones*, se requerirá que éstas se encuentren inscritas en una bolsa de valores. En tal caso, los bonos también deberán inscribirse en bolsa.

No obstante, las acciones no tendrían que estar inscritas en una bolsa de valores cuando se presente cualquiera de las siguientes situaciones:

- Que los bonos vayan a ser colocados exclusivamente entre los accionistas.
 - Que los bonos vayan a ser colocados exclusivamente entre los acreedores con el objeto de capitalizar obligaciones de la sociedad emisora, siempre y cuando se trate de créditos ciertos debidamente comprobados y adquiridos con anterioridad a la emisión de los bonos.
3. Los *bonos ordinarios* que se coloquen por oferta pública deben estar inscritos en una bolsa de valores, con anterioridad a la realización de la oferta misma.
 4. Calificación de los títulos por una sociedad calificadora de valores, la cual será parte integrante del prospecto. No obstante, cuando la totalidad o parte de la emisión de bonos se vaya a ofrecer públicamente en el exterior, dicha calificación podrá ser otorgada por una sociedad calificadora de valores extranjera, con reconocida trayectoria internacional a juicio de la Superintendencia de Valores.

2.4 *CONDICIONES ESPECIALES QUE DEBEN SER TENIDAS EN CUENTA PARA LA EMISIÓN DE BONOS*

2.4.1 EMISIONES DE BONOS QUE VAYAN A CIRCULAR EN COLOMBIA Y EN EL EXTERIOR

Como lo establece el artículo 1.2.4.5 de la Resolución 400 de 1995: “Cuando se trate de emisiones de bonos que vayan a circular en Colombia y en el exterior, la Superintendencia de Valores de Colombia podrá autorizar que el nombramiento del representante legal de los tenedores de los bonos se sustituya por alguna otra figura jurídica que, a su criterio, vele en forma adecuada por los intereses de los tenedores de los bonos y el cumplimiento de las obligaciones contraídas con los mismos por parte de la sociedad emisora”.

2.4.2 RESPONSABILIDAD SOBRE LA INFORMACIÓN QUE SE SUMINISTRA EN EL MERCADO

Con el fin de garantizar al mercado que la información que se suministra en los prospectos y avisos de oferta de los títulos emitidos no presenta inconsistencias, la Resolución 400, ha realizado las siguientes consideraciones:

2.4.2.1 Responsabilidad en la información

De conformidad con lo establecido en el artículo 1.2.2.2 numeral 10 de la Resolución 400 de 1995, el Representante Legal de la entidad emisora, el Revisor Fiscal y el Asesor en banca de inversión deben verificar dentro de su competencia, que emplearon la debida diligencia en la verificación del contenido del prospecto, en forma tal que certifican la veracidad del contenido del mismo y que en éste no se presentan omisiones de información que revistan materialidad y puedan afectar la decisión de los futuros inversionistas.

En consecuencia, la responsabilidad que se asume en relación con la información que se suministra al mercado busca que se garantice la transparencia y seguridad que él mismo reclama.

2.4.2.2 Competencia de los sujetos

Como se ha establecido anteriormente, cada uno de los sujetos que tiene responsabilidad en cuanto al suministro de la información al mercado tiene una competencia, así:

- *Representante Legal de la entidad emisora:* Como encargado de la administración y representación del emisor deberá *certificar toda la información contenida en el prospecto de colocación.*
- *El revisor fiscal de la entidad emisora:* De acuerdo con las funciones del revisor fiscal contenidas en el artículo 207 del Código de Comercio, la revisoría fiscal es permanente y tiene una cobertura total, es decir, cubre la totalidad de aspectos y áreas de la sociedad, lo que implica conocer las decisiones de sus órganos y todas sus operaciones . Por tal razón el revisor fiscal debe *certificar toda la información que la sociedad emisora suministra al mercado público de valores, y en especial lo relacionado con los estados financieros.*
- *El asesor en banca de inversión:* El asesor en banca de inversión puede desempeñar diferentes funciones. Por tal razón debe *certificar toda la información que elaboró y aportó al mercado público de valores.* Para tal efecto, debe mencionar las actividades que en cada caso desarrolló.

2.4.2.3 Régimen Sancionatorio

Las entidades que no den cumplimiento a los parámetros establecidos anteriormente, así como las personas naturales directamente implicadas, pueden ser sancionadas por la Superintendencia de Valores de Colombia conforme a los parámetros establecidos en los artículos 7º del Decreto 1169 de 1980 y artículo 6º de la Ley 27 de 1990⁵⁴.

El seguimiento a la información que se suministra al mercado es objeto de dos tipos de controles:

- *Control Previo:* Se realiza a través del estudio de la documentación radicada para adelantar el trámite de inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y de autorización de oferta pública, según el caso, de acuerdo con lo establecido por las normas vigentes. En este período se hace el estudio jurídico, económico y financiero de la solicitud.

El control previo finaliza con la expedición de la resolución que autoriza el trámite presentado. En tal resolución, se establece las obligaciones a cargo del emisor, ya mencionadas, las cuales tienen por objeto facilitar el seguimiento de la emisión por parte de la Superintendencia de Valores de Colombia.

⁵⁴ Artículo 6o. *De ciertas sanciones pecuniarias que puede imponer la Comisión Nacional de Valores.* La Comisión Nacional de Valores, sin perjuicio de las facultades que le asignan las leyes vigentes, tendrá además las siguientes: a) Imponer, a quienes desobedezcan sus decisiones o violen las normas legales que regulen el mercado de valores o las entidades sujetas a su inspección y vigilancia, multas sucesivas hasta por cinco millones de pesos o hasta por un monto igual al valor de la operación realizada, si este último fuere superior a cinco millones de pesos. Para efectos de determinar la sanción se tendrá en cuenta la gravedad de la infracción y/o el beneficio pecuniario obtenido; b) Imponer multas hasta de cinco millones de pesos cada una, según la gravedad de la infracción, a quienes directamente o a través de interpuestas personas realicen operaciones que no sean suficientemente representativas de la situación del mercado. Parágrafo. Las sumas establecidas en el presente artículo se ajustarán anualmente en el mismo sentido y porcentaje en que varíe el índice de precios al consumidor que suministre el Departamento Nacional de Estadística, DANE.

- *Control Posterior:* Se realiza mediante la confrontación de los documentos e informes que debe enviar el emisor después de la aprobación del trámite correspondiente (facsimil, aviso, prospectos, informes de colocación, informes trimestrales) con los inicialmente presentados para su aprobación.

2.5 RESTRICCIONES A LA LIBERTAD DE EMITIR BONOS

El numeral 4 del artículo 1.2.4.2 de la Resolución 400 de 1995 modificado por el artículo 2º la resolución 334 de 2000 de la misma Superintendencia, establece limitaciones a los emisores cuando se pretenda realizar una oferta pública de valores, en la medida en que no se podrá efectuar una nueva emisión de bonos cuando la entidad emisora:

- Haya incumplido las obligaciones de una emisión anterior, salvo que se trate de entidades en proceso de reestructuración.
- Haya colocado los bonos en condiciones diferentes a las autorizadas.
- Se encuentre pendiente el plazo de suscripción de una emisión.
- Tenga pendiente una suscripción de acciones cuando pretenda emitir bonos convertibles en acciones que vayan a colocarse con sujeción al derecho de preferencia

Adicionalmente, no podrán emitirse bonos con vencimientos inferiores a un (1) año. No obstante, cuando se trate de bonos convertibles en acciones, en el prospecto de colocación podrá preverse que la conversión pueda realizarse con anterioridad a un año, contado a partir de la suscripción del bono.

2.6 PROHIBICIONES ESPECIALES A LA SOCIEDAD EMISORA

El artículo 1.2.4.41 de la Resolución 400 establece ciertas prohibiciones a las sociedades emisoras, las cuales deben respetarse y cumplirse durante la vigencia de la emisión, en los siguientes términos: “Durante la vigencia de la emisión la entidad emisora no podrá cambiar su objeto social, escindirse, fusionarse o transformarse, a menos que lo autorice la asamblea de tenedores con la mayoría necesaria para aprobar la modificación de las condiciones del empréstito”.

Sin embargo, la misma resolución ofrece alternativas a los emisores que pretendan realizar una cualquiera de las opciones antes señaladas, dependiendo del tipo de bono a que se refiera:

- Bonos ordinarios: No será necesaria la autorización de los tenedores de bonos cuando previamente se ofrezca a los mismos, cualquiera de las siguientes opciones:
 - Reembolso del empréstito.
 - Reemplazo de los bonos originales por otros con características idénticas pero emitidos por la nueva sociedad. Esto será posible en la medida en que las condiciones financieras de la nueva sociedad sean similares o superen las de la sociedad emisora, situación que será avalada por la Superintendencia de Valores de Colombia.
 - Una garantía que cubra el monto del capital más los intereses proyectados para la vigencia del empréstito, lo cual se pondrá a juicio de la Superintendencia de Valores de Colombia.

- Bonos convertibles en acciones o con cupones de suscripción:

Se deberá ofrecer a cada uno de los tenedores de bonos una de las siguientes opciones:

- La conversión anticipada de los bonos, cuyas condiciones deberán ajustarse de manera que se eviten perjuicios a los tenedores, previa autorización de la Superintendencia de Valores de Colombia.
- La suscripción de las acciones
- El reembolso del empréstito.

Salvo que la decisión haya sido aprobada por el 80% de los tenedores de bonos, caso en el cual se atenderá a dicha decisión.

No obstante, cuando los tenedores no consientan en ninguna de las tres opciones señaladas, conservarán sus derechos contra la entidad emisora, la absorbente o la nueva sociedad, según sea el caso.

Sin embargo, el artículo 1º de la resolución 335 de 2000 de la Superintendencia de Valores de Colombia, adicionó 2 párrafos al artículo 1.2.4.41 de la Resolución 400, con los cuales se disminuye la obligación de los emisores de convocar a la asamblea general de tenedores de bonos cuando pretenda realizar cualquiera de las siguientes acciones:

- Proceso de Fusión o adquisición: El párrafo 1º del artículo 1.2.4.41 de la Resolución 400, adicionado por la Resolución 335 de 2000 de la misma Superintendencia, establece que siempre y cuando medie autorización de la Superintendencia Bancaria respecto a estos procesos, no será necesario cumplir con los requisitos del presente artículo.

- Ceder activos, pasivos y contratos: El párrafo 1º del artículo 1.2.4.41 de la Resolución 400, adicionado por la Resolución 335 de 2000 de la misma Superintendencia, permitió que una vez aprobadas estas cesiones por parte de la Superintendencia Bancaria, el emisor comunique a través de un medio idóneo, para el efecto, a los tenedores de sus bonos, la información pertinente sobre el emisor cesionario, sin necesidad de convocar a la Asamblea de Tenedores de bonos.

2.7 RÉGIMEN DE INTERESES

La resolución 400 de 1995 nada estableció sobre el régimen de intereses aplicables a los bonos, razón por la cual posteriormente el tema fue objeto de regulación por parte de la Superintendencia de Valores de Colombia.

En el año 2002 la Superintendencia de Valores de Colombia, mediante la resolución 514 del mismo año, adicionó el artículo 1.2.1.5 al capítulo Primero del Título Segundo de la Parte Primera de la Resolución 400 de 1995, incorporando nuevas reglas de aplicación en cuanto a los valores de contenido crediticio y mixtos que fueran a ser objeto de oferta pública. Estos parámetros fueron denominados “Reglas de Transparencia y Homogeneización”, las cuales establecen los parámetros para el pago de intereses, las reglas para el cálculo de intereses, el factor de aproximación en el cálculo y liquidación de intereses, el valor nominal y la revelación de información.

No obstante, posteriormente la resolución 274 de 2004 de la Superintendencia de Valores de Colombia modificó algunos aspectos del artículo 1.2.1.5 de la Resolución 400 de 1995, así:

2.7.1 REGLAS PARA EL PAGO DE INTERESES

Los intereses solo podrán ser pagados al vencimiento del período objeto de remuneración. Dichos períodos serán mensuales, trimestrales, semestrales o anuales, y se cuentan a partir de la fecha de emisión⁵⁵ y hasta el mismo día del mes, trimestre, semestre o año siguiente. Si dicho día no existe en el respectivo mes de vencimiento, se tendrá como tal el último día calendario del mes correspondiente.

En el evento en que el día del último pago de intereses corresponda a un día no hábil se deberán pagar los intereses el día hábil siguiente y sin reconocer los intereses de ese día⁵⁶.

Adicionalmente, la resolución 274 de 2004 establece que los períodos de pagos de intereses de una emisión podrán ajustarse de manera que el primer y/o último pago de intereses sea diferente a los demás períodos de la emisión. Esta consagración, y su consecuente regla para el cálculo de los intereses en estos mismos eventos, cobra importancia cuando la fecha de emisión es diferente a la fecha de suscripción del título, es decir, el día en que el título es efectivamente colocado y pagado, para lo cual la Superintendencia Financiera de Colombia está aprobando emisiones bajo estas tres posibilidades de pago:

⁵⁵ La resolución 514 de 2002 de la Superintendencia de Valores de Colombia establecía que el término se contaba a partir de la emisión del respectivo valor pudiendo encontrar diferentes fechas de emisión, mientras que la resolución 274 de 2004 al definir el concepto de emisión como el día hábil siguiente a la fecha de publicación del primer aviso de oferta pública de la respectiva emisión, consagró indirectamente la posibilidad de que únicamente existiera una emisión para todos los títulos objeto de oferta pública.

⁵⁶ En el mismo sentido, la Superintendencia de Valores de Colombia se había pronunciado el día 28 de mayo de 2005, en concepto bajo radicado 20045-1219, mediante el cual expresa que : " se entiende por "ese día", el día hábil siguiente, sin que eso signifique el reconocimiento de intereses por ese día, como consecuencia de que para ese momento el inversionista tiene a su disposición los recursos".

- a. Prima: Es un valor correspondiente al cálculo de los intereses, causados desde la fecha de emisión a la fecha de suscripción, que se cobra al inversionista al momento de la suscripción, sin que implique aumento del valor nominal⁵⁷ del bono.
- b. Descuento: Es el valor correspondiente al cálculo de los intereses generado entre la fecha de emisión y la fecha de suscripción, que se le descuenta al inversionista de los intereses a pagar por el periodo correspondiente, sin que implique un menor valor nominal del bono.
- c. Período irregular: Este tipo de mecanismo no debe ser incluido con tal denominación en el prospecto de emisión, sino que se debe indicar la formula para el cálculo de los intereses.

Según informe de DECEVAL⁵⁸, no será posible consagrar la última posibilidad en el prospecto de emisión hasta que la Superintendencia Financiera de Colombia no emita concepto escrito favorable al respecto, y en consecuencia, solo debe procederse conforme a las dos opciones inicialmente consagradas; prima y descuento, hasta que se expida el concepto que autorice la utilización del período irregular para el cálculo y pago de intereses.

⁵⁷ La resolución 274 de 2004 en su artículo primero numeral 4º define el valor nominal como “aquel que se expresa en el título al momento de su emisión, el cual no varía por efecto de las amortizaciones periódicas del mismo. Adicionalmente, establece que éste deberá expresarse en múltiplos de cien mil pesos o de mil unidades básicas, cuando esta sea diferente al peso colombiano.

⁵⁸ El Depósito Centralizado de Valores de Colombia DECEVAL S.A., fue creado con fundamento en la Ley 27 de 1990, los Decretos 437 de 1992 y 1936 de 1995 y la Resolución 1200 de 1995 de la Superintendencia de Valores. Es una entidad que recibe en depósito valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, para que mediante un sistema computarizado de alta tecnología y seguridad, los administre, mitigando el riesgo de su manejo físico en transferencias, registros y ejercicio de derechos patrimoniales.

2.7.2 REGLAS PARA EL CÁLCULO DE INTERESES

Teniendo en cuenta lo establecido en el numeral anterior respecto al pago y cálculo de intereses cuando la fecha de emisión es diferente a la fecha de suscripción, la resolución 274 de 2004 de la Superintendencia de Valores de Colombia consagró que en cada emisión, los intereses se calcularán desde el inicio del respectivo período⁵⁹, empleando una cualquiera de las siguientes convenciones:

- a. 360/360: Corresponde a años de 360 días, de doce (12) meses, con duración de treinta (30) días cada mes.
- b. 365/365: Corresponde a años de 365 días, de doce (12) meses, con la duración mensual calendario que corresponda a cada uno de éstos, excepto para la duración del mes de febrero, que corresponderá a veintiocho (28) días.
- c. Real/real: Corresponde a años de 365 ó 366 días, de doce (12) meses, con la duración mensual calendario que corresponda a cada uno de éstos.

Además, la Resolución 274 de 2004 establece que no se podrán emplear convenciones distintas ni crear nuevas a partir de la combinación de los factores antes señalados y en el parágrafo 4, consagra la extensión de esta disposición aún para años bisiestos.

⁵⁹ La resolución 514 de 2002 de la Superintendencia de Valores de Colombia establecía al respecto, que “los intereses se calculaban desde el día siguiente al del inicio del respectivo período y hasta el día pactado para su pago”, quedando modificado por la presente resolución.

2.7.3 FACTOR DE APROXIMACIÓN EN EL CÁLCULO Y LIQUIDACIÓN DE INTERESES

El factor⁶⁰ que se utilice para el cálculo y la liquidación de los intereses, deberá emplear seis (6) decimales aproximados por el método del redondeo, ya sea que se exprese como una fracción decimal o como una expresión porcentual. Las tasas de interés podrán expresarse con indicadores de referencia nominales (DTF) o efectivos (IPC), a los cuales se les adiciona el margen ofrecido y, atendiendo a la forma utilizada se calculará la tasa a emplear para la determinación del factor de liquidación de intereses, así:

- a. *Indicador nominal más el margen*: La tasa a emplear para la determinación del factor de liquidación de intereses corresponde al total que resulte de adicionar al valor del respectivo indicador, el margen ofrecido.
- b. *Indicador efectivo más el margen*: La tasa a emplear para la determinación del factor de liquidación de intereses corresponde al total que resulte de multiplicar uno (1) más el valor del respectivo indicador por uno (1) más el margen ofrecido, y a éste resultado se le restará uno (1).

2.7.4 REVELACIÓN DE LA INFORMACIÓN

La resolución 274 de 2004 redujo los requisitos que contiene la disposición consagrada en la resolución 514 de 2002, en la medida en que sólo exige que al momento de liquidación y pago de los intereses, se deberá informar a los inversionistas la tasa de interés liquidada y pagada expresada en términos efectivos anuales y la convención utilizada para el cálculo de los intereses de la

⁶⁰ Ver supra. Glosario.

respectiva emisión, tal y como aparece en el numeral 2.7.2 del presente trabajo.

Algo nuevo que introdujo la resolución 274 de 2004 de la Superintendencia de Valores de Colombia, en su párrafo 5, fue lo relativo a los títulos con plazo de hasta un año, que prevean un único pago a la fecha de redención y no sean renovables, frente a lo cual estableció que podrán colocarse *a descuento* como una forma de reconocimiento anticipado de los intereses, pero sólo si se emiten en las mismas condiciones de los títulos de tesorería TES para el mismo plazo.

2.8 PROCEDIMIENTO

2.8.1 AUTORIZACIÓN DEL ÓRGANO COMPETENTE PARA LA EMISIÓN DE BONOS

La Asamblea General de Accionistas es el órgano plural de dirección de las sociedades, pues es quien establece las directrices generales para todo el ejercicio. Como máximo órgano de la sociedad, la Asamblea tiene la potestad de delegar en otros órganos funciones y actividades que podrán desempeñar durante el ejercicio, órganos que por su calidad administrativa o representativa, ejercen las funciones atendiendo a las directrices antes mencionadas. De otro lado, la Junta Directiva de la sociedad es el cuerpo colegiado, intermedio entre la Asamblea General de accionistas y el Representante Legal de la sociedad, cuyas funciones son de carácter administrativo y pueden ser estatutarias o legales (Artículos 385, 398, 440 y 423 del Código de Comercio).

Estos órganos al reunirse deben dejar un acta de cada reunión, cumpliendo los requisitos establecidos en el artículo 431 del Código de Comercio, la cual es la que relata lo sucedido en las reuniones y presta mérito ejecutivo en los casos de cobro ejecutivo de dividendos.

Atendiendo a los requisitos exigidos por la Superintendencia de Valores de Colombia⁶¹ para la autorización de la oferta pública de valores y la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, el órgano competente de la sociedad emisora, de acuerdo con los estatutos sociales, sea la Asamblea General de Accionistas o la Junta Directiva, deberá ordenar la emisión y aprobar el reglamento respectivo, para lo cual deberá anexarse copia del acta del órgano competente en donde se consagren diferentes condiciones⁶².

Para que las actas sean de recibo por la Superintendencia de Valores de Colombia, deberán contener todos los requisitos exigidos por ley, los cuales son:

- Número del acta
- Fecha, hora y lugar en que se celebró la Junta o Asamblea
- Forma en que se hizo la convocatoria
- Lista de asistentes a la reunión indicando expresamente si existe quórum para deliberar⁶³.
- Transcripción de la parte pertinente en la que se aprobó el reglamento de colocación.
- Constancia de aprobación del acta, la cual podrá realizarse por las personas presentes en la reunión o por las designadas para tal efecto.

2.8.2 ELABORACIÓN DEL PROSPECTO DE COLOCACIÓN

Se entiende por “Prospecto de Colocación”, el documento que contiene las condiciones y características del título que se ofrece y una descripción clara,

⁶¹ Véase Supra. Pie de Página 6.

⁶² No es necesario establecer el precio de colocación de los valores que se vayan a ofrecer públicamente en el mercado para obtener la autorización de la misma, basta con ser comunicado a la Superintendencia de Valores en forma previa a la realización de la oferta pública

⁶³ Parece la Superintendencia no tener muy claro el concepto de quórum y de mayoría. El primero se refiere al número de personas que se necesitan para deliberar mientras que el segundo se refiere al número de personas que se requiere para tomar las decisiones. Así las cosas, resultaría redundante afirmar “quórum para deliberar”.

completa, precisa, objetiva y verificable de la sociedad emisora en sus aspectos de organización, reseña histórica, finanzas, expectativas y proyectos futuros, que otorgue adecuados elementos de juicio a inversionistas potenciales.

2.8.2.1 Requisitos formales del prospecto

- Indicar el número y fecha del acta del órgano social competente que autorizó y reglamentó la emisión.
- Prever el espacio necesario para mencionar el número y la fecha de la resolución de la entidad que autorizó la emisión, si es del caso, y de la Superintendencia de Valores que autorizó la oferta pública.
- Constancia del representante legal de la entidad emisora, del revisor fiscal, del representante legal de los tenedores de bonos, del originador del patrimonio autónomo y del asesor en banca de inversión, dentro de lo de su competencia, de que emplearon la debida diligencia en la verificación del contenido del prospecto, en forma tal que certifican la veracidad del mismo y que en éste no se presentan omisiones de información que revistan materialidad y puedan afectar la decisión de los futuros inversionistas

2.8.2.2 Contenido del prospecto

2.8.2.2.1 Portada

Contiene la información básica sobre la entidad emisora y las principales características de los títulos objeto de la oferta. Se deberá incluir como mínimo:

- Título “Prospecto de Colocación”, con caracteres destacados.
- Nombre comercial del emisor, domicilio y actividad principal.

- Información general de la oferta: clase de título, cantidad, valor nominal, series, rendimiento, monto total de la emisión, bolsas en que estará inscrito el título y monto mínimo de la inversión.
- Nombre de las entidades avalistas de la inversión, en caso de que las hubiera.
- Calificación otorgada a los valores objeto de la oferta, con una síntesis de las razones expuestas por la Sociedad Calificadora de Valores.
- Nombre de la(s) entidad(es) que actuará(n) como administradora(s) de la emisión.
- Nombre de la entidad que actuará como representante legal de los tenedores de bonos.
- La indicación en forma clara de hasta que fecha se encuentra actualizada la información financiera de la sociedad emisora contenida en el prospecto, advirtiendo que a partir de la fecha dicha información se podrá consultar en forma actualizada en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y en las Bolsas de valores en donde se encuentren inscritos los respectivos valores.
- Estipulación de si la entidad posee o no Código de Buen Gobierno, la forma en que fue adoptado y el lugar donde puede consultarlo.
- La advertencia en caracteres destacados de que “La autorización de la emisión, la inscripción en el registro Nacional de Valores e Intermediarios de los bonos y la autorización para realizar la oferta pública no implican certificación sobre la bondad del valor o la solvencia del emisor” y además “que se considera indispensable la lectura del prospecto de colocación para que los potenciales inversionistas puedan evaluar adecuadamente la conveniencia de la emisión”, y cualquier otra advertencia necesaria respecto a la emisión o el emisor.
- Mes y año de la oferta pública.

2.8.2.2.2 Índice

Deberá estar ubicado después de la portada e indicar en ella el contenido del prospecto y el número de la página en el que se encuentra cada tema.

2.8.2.2.3 Glosario de términos

Definición de términos técnicos que se emplean en el prospecto.

2.8.2.2.4 Capítulo I- Características de los títulos, condiciones y reglas de la emisión.

De conformidad con la resolución ellas son:

- Clase de título ofrecido
- Cantidad, valor nominal, inversión mínima, ley de circulación, precio de colocación y monto total de la oferta. Para títulos materiales, se debe indicar las reglas relativas a reposición, fraccionamiento y englobe.
- Objetivos económicos y financieros perseguidos a través de la emisión, especificando en forma muy precisa, y en términos porcentuales, la destinación que se dará a los recursos que se capten.
- Si es del caso, serie en que se divide la emisión, con las características principales de cada una.
- Plazo de redención o conversión de los valores, según sea el caso, tal y como se explicó anteriormente.
- Entidad que administrará la emisión, si es el caso: razón social, domicilio y dirección de su oficina principal, sus derechos y obligaciones, conforme al contrato suscrito (tratándose de

emisiones desmaterializadas, deberá presentarse, además, información completa de la operatividad de éste mecanismo).

- Cuando se trate de bonos acompañados de cupones de suscripción de acciones, se deben señalar, además de los requisitos legales, lo siguiente:
 - Número de acciones que podrán ser suscritas o la forma de establecerlo, el precio de suscripción o los criterios para determinarlo.
 - El momento a partir del cual se podrá ejercer el derecho de suscripción y el plazo para tal efecto.
- Definición de fechas de suscripción, de expedición y de emisión de los títulos⁶⁴.
- Condiciones financieras de los valores, incluyendo modalidad del rendimiento y el medio que se utilizará para informar a los inversionistas sobre las tasas vigentes, indicando la base de liquidación de los intereses.
- Lugar y fecha de pago de capital y los rendimientos por parte del emisor y/o del avalista, si fuere el caso.
- Para los bonos cuyo plazo se empieza a contar a partir de la fecha de emisión, es preciso explicar cómo se va a pagar a los suscriptores los rendimientos de los respectivos títulos, teniendo en cuenta que la fecha en que los adquieren (fecha de suscripción) no es la fecha de emisión y las modalidades de pago de los mismos.
- Información sobre el Representante legal de los Tenedores de los bonos, es decir, razón social, domicilio, dirección de su oficina principal, derechos y obligaciones, incluyendo aquellos que sólo se contemplen en el respectivo contrato, derechos y obligaciones de los tenedores de los bonos, indicando la facultad de la entidad

⁶⁴ Ver supra. Glosario.

emisora o un grupo de tenedores, que represente no menos del diez por ciento (10%) del monto insoluto del empréstito, para exigir a su representante legal la convocatoria de Asamblea y, en caso de renuencia de éste, la posibilidad de solicitar a la Superintendencia de Valores de Colombia que realice la convocatoria.

- Garantías: Indicar si la emisión está o no avalada, y en tal caso, nombre, domicilio y dirección de las oficinas principales de las entidades avalistas, así como descripción exacta de la cobertura del aval y de cualquier condición especial estipulada para el efecto.

2.8.2.2.5 Capítulo II- Condiciones de la oferta y de la Colocación.

Las siguientes condiciones se deben cumplir para la oferta y la colocación:

- Plazo de colocación y vigencia de la oferta⁶⁵.
- Modalidad para adelantar la oferta.
- Medios a través de los cuales se formulará la oferta.
- Bolsa o bolsas de valores donde estarán inscritos los valores, en los términos establecidos en el numeral 2 del artículo 1.2.4.2 de la Resolución 400, modificado por el artículo 2 de la Resolución 334 de 2000⁶⁶ de la misma Superintendencia.
- Mecanismos de colocación. En el evento en que se emplee la subasta, se deberá hacer la descripción de su operatividad.
- En caso de garantizar la colocación con underwriting, nombre y dirección de las entidades, con los respectivos montos y riesgo asumido.

⁶⁵ Ver supra. Glosario.

⁶⁶ “Cuando se trate de realizar la emisión de bonos convertibles en acciones o de bonos con cupones para la suscripción de acciones, con el objeto de realizar oferta pública, o con el de posterior inscripción en bolsa, se requerirá que las acciones se encuentren inscritas en bolsa de valores. En tal caso, estos bonos deberán inscribirse en bolsa”

- Procedimiento a seguir para la adjudicación de los títulos, que prevea el caso de que la cantidad demandada por los destinatarios de la oferta exceda a la cantidad ofrecida.

Atendiendo a la resolución 135 de 2001 de la Superintendencia de Valores de Colombia, la cual adicionó el artículo 1.2.2.2 de la Resolución 400, cuando se trate de emisiones sindicadas, se deberá además anexar el acuerdo de sindicación suscrito por las partes.

2.8.2.2.6 Capítulo III- Datos relativos a la entidad emisora

2.8.2.2.6.1 Información general

- Razón social, duración, y causales de disolución
- Objeto social.
- Breve reseña histórica de la sociedad.
- Número de acciones en circulación.
- Composición accionaria e información sobre los socios.
- Capital y reservas de la sociedad.
- Principales activos de la entidad. Tratándose de inversiones, información discriminada sobre las mismas, indicando el porcentaje que representa cada una sobre el activo de la entidad, su monto actual, valor patrimonial y las políticas de manejo de las mismas.
- Situación general del mercado y posición de la entidad emisora dentro del mismo.
- Mencionar la evolución de la sociedad durante los últimos cinco (5) años y, si es posible, del sector económico al que pertenece en términos de activos, ventas, producción (si es del caso), exportaciones (si es del caso) y utilidades; señalando

adicionalmente la posición de la empresa dentro del sector y especificando la fuente de la información suministrada (entidad, nombre de la publicación y fecha).

- Breve descripción de los activos fijos separados por propios, en leasing, rentados y otros.
- Señalar otras inversiones que excedan el 10% del total de activos del emisor.
- Patentes, marcas y otros derechos de propiedad del emisor que están siendo usados bajo convenios con terceras personas, indicando regalías pagadas y ganadas.
- Descripción de cualquier protección gubernamental y los grados de cualquier inversión de fomento que afecten a la sociedad.
- Informar sobre las obligaciones financieras de la entidad emisora al corte del trimestre calendario inmediatamente anterior, con expresa mención del saldo vigente de cada una, el costo efectivo anual, la forma de amortización y la fecha de vencimiento de la obligación. Si eventualmente la obligación esta pactada en moneda legal extranjera, se deberá indicar la tasa representativa del mercado que utilizó para realizar la conversión a pesos colombianos.
- Procesos pendientes contra la sociedad emisora, agrupados según su naturaleza e indicando los bienes afectados por los mismos, y la cuantía actualizada, así como el estado de ellos a la fecha de presentación de los documentos ante la Superintendencia de Valores de Colombia.
- Especificar si la sociedad celebró durante el año inmediatamente anterior operaciones con compañías vinculadas, sus accionistas y/o sus administradores e indicar la cuantía y condiciones de dichas operaciones.

- Información sobre los títulos de deuda en curso que se hayan ofrecido públicamente y se encuentren sin redimir, indicando fecha de emisión, monto en circulación, rendimiento y fecha inicial de redención.
- Provisiones establecidas para modificar los términos o condiciones de las emisiones de títulos de deuda colocados mediante oferta pública.
- Valor de las garantías reales otorgadas a favor de terceros. En el caso de garantías abiertas (hipotecas o prendas sin tenencia) expresar el cupo o valor máximo, subordinación para reclamar y derechos de los acreedores.
- Relaciones laborales: Situación actual de las relaciones laborales de la entidad, indicando los sindicatos existentes y vigencia de la última convención, número de empleados y turnos de trabajo.
- Situación de subordinación: teniendo en cuenta los criterios establecidos en los artículos 260 y 261 del Código de Comercio⁶⁷, indicar si la entidad emisora está controlada, directamente o a través de las sociedades filiales y/o subordinadas, por otra sociedad. En caso afirmativo, señalar el nombre, nacionalidad, NIT (si es el caso) y la actividad económica principal de la matriz, así como la clase de subordinación.
- Empresas subordinadas (filiales y subsidiarias, en términos de lo establecido en los artículos 260 y 261 del Código de Comercio) indicando para cada una: razón social, actividad principal y porcentaje de participación (directa o indirecta) en su capital.

⁶⁷ Se establecen las condiciones bajo las cuales se entiende existe una sociedad matriz y subordinada.

- Descripción y análisis de los principales sucesos futuros e inciertos que en razón del objeto social tiene la sociedad destacando aquellos que en caso de concretarse puedan llegar a afectar seriamente la situación financiera y/o comercial de la sociedad.
 - Factores Políticos, tales como inestabilidad social, estado de emergencia económica, etc.
 - Factores macroeconómicos como inflación, tasas de interés, devaluación, fluctuación de la moneda y control de cambios.
 - Competencia o situaciones de mercado.
- Copia del informe sobre la evolución del acuerdo de reestructuración, si es del caso, el cual deberá estar suscrito por el representante legal, el revisor fiscal y el promotor de la entidad.
- Para emisiones sindicadas: incluir un *capítulo* en donde se presente la información sobre el acuerdo entre los emisores sindicados.
- Actividad económica principal (aquella de la cual deriva habitualmente la mayor parte de sus ingresos), con mención de las principales líneas de producción y/o ventas.

2.8.2.2.6.2 Información financiera

- Copias de los informes gerenciales completos presentados a la Asamblea General de Accionistas o asociados de las tres (3) últimas asambleas ordinarias, copias que deben contener como mínimo.
 - Informe de gestión

- Estados financieros básicos (balance general, estado de resultados, estado de flujo de efectivo, y estado de cambios en la situación financiera) comparativos de la sociedad.
 - Notas a los estados financieros
 - Dictamen del revisor fiscal.
- Informe trimestral: Balance y Estados de Resultados en los formatos establecidos por la Superintendencia de Valores de Colombia, para el trimestre calendario inmediatamente anterior a la fecha de presentación de la documentación completa debidamente diligenciada, comparado con el correspondiente al mismo corte del año anterior.
- Anexos de información financiera de acuerdo con los formatos de la Superintendencia de Valores de Colombia
- Estados financieros consolidados: Cuando la emisión sea realizada por una entidad que tenga la calidad de matriz (entidades que posean más del 50% del capital de otros entes económicos), deben incluirse además de los estados financieros individuales, los estados financieros consolidados, con sus respectivas notas financieras, correspondientes al último ejercicio anual aprobado, con sus respectivas notas.
- Cuando el emisor se encuentre en etapa preoperativa y tenga menos de dos años de haber iniciado operaciones, se deberá incluir el estudio de factibilidad económica, financiera y de mercado. Este estudio debe contener los elementos básicos relativos a la viabilidad del mismo, así como la proyección de los estados financieros para un período mínimo de cinco (5) años
- En caso de emisiones avaladas: información financiera de la entidad avalista, presentada en el formato para entidades del sector financiero establecido por la Superintendencia de

Valores de Colombia, al corte del trimestre inmediatamente anterior a aquél en el cual se presenta la solicitud.

2.8.3 CALIFICACIÓN DE LA EMISIÓN

Como lo establece el profesor Rodríguez Azuero: “Bajo la tendencia contemporánea de obtener el mejor control de endeudamiento público de las empresas, a través del conocimiento de sus cifras y de apoyar las emisiones en mecanismos de evaluación privada, ha venido consagrándose la obligación de contar con la calificación emitida por una agencia autorizada, con lo cual se estimula la dinámica de los títulos y se otorga al mercado una herramienta complementaria de medición del riesgo implícito en los papeles”⁶⁸.

En Colombia, y bajo la normatividad vigente, existen ciertos eventos en los cuales se requiere del certificado de la calificación obtenida de los valores objeto de la oferta, más una síntesis de las razones expuestas por la sociedad calificadora; es el caso de la emisión de bonos ordinarios, bonos de garantía general, bonos de deuda pública y papeles comerciales⁶⁹.

El párrafo del numeral 4 del artículo 1.2.4.2 de la Resolución 400 establece que cuando la totalidad o parte de la emisión vaya a ofrecerse públicamente en el exterior, la calificación podrá ser otorgada por una sociedad calificadora de valores extranjera, de reconocida trayectoria a juicio de la Superintendencia de Valores de Colombia.

⁶⁸ RODRIGUEZ AZUERO, Op.Cit., Pág. 445.

⁶⁹ Estos requisitos no son exigidos cuando se trata de emisiones de bonos que pretenda realizar el FOGAFIN.

2.8.4 ELABORACIÓN DEL CONTRATO SUSCRITO CON MIRAS A LA COLOCACIÓN

Cuando una sociedad pretenda emitir bonos, podrá suscribir diferentes tipos de contratos para la colocación de los respectivos títulos, dentro de los cuales se encuentran:

- Contrato de Underwriting⁷⁰

Atendiendo al instructivo de la Superintendencia Financiera de Colombia “Cómo realizar una oferta pública de acciones, bonos y papeles comerciales” las modalidades de la operación Underwriting son:

1. *Underwriting en firme*: el agente de colocación adquiere la totalidad o parte de la emisión, obligándose a ofrecerlos al público inversionista, al precio previamente establecido y durante el plazo determinado.
2. *Underwriting al mejor esfuerzo*: el intermediario emplea su mayor diligencia para colocar los títulos.
3. *Underwriting todo o nada*: la entidad emisora se compromete a vender la emisión únicamente si la totalidad de la misma es colocada pro la firma intermediaria.
4. *Underwriting de colocación garantizada*: el agente de colocación garantiza la colocación de los valores dentro de un plazo determinado, con el compromiso de adquirir el remanente no colocado en dicho plazo.

⁷⁰ Por contrato de Underwriting se entiende: “Convenio en virtud del cual la entidad emitente encarga al intermediario-undrewriter-, a cambio de una remuneración o comisión, la evaluación, preparación y emisión de los bonos, su gestión y colocación en el mercado, con o sin garantía, o adquiriendo todo o parte de dicha emisión”. LAFONT PIANETTA, Pedro. Manual de Contratos. Panorama de la negociación y contratación contemporánea. Tomo I. Librería Ediciones del Profesional Ltda. Segunda Edición. 2005. Pág.461.

Cuando estemos en presencia de contratos de underwriting en firme o de colocación garantizada con sociedades comisionistas de bolsa, los mismos deberán someterse a la aprobación de la Superintendencia de Valores de Colombia, previa la celebración de los mismos, excepto cuando se haga uso del régimen de autorización general, explicado anteriormente.

- Contrato de administración de la emisión:

Es el contrato celebrado entre la entidad emisora y un tercero, para que éste administre y maneje una emisión a nombre y por cuenta del primero. Este contrato puede incluir, entre otros, la custodia de los títulos preimpresos mientras se efectúa la colocación, la expedición de certificados provisionales o de los títulos definitivos y proceder al englobe o fraccionamiento, o la reposición por orden judicial, u otras funciones similares.

- Contrato con un depósito centralizado de valores

Alternativamente, las entidades emisoras tienen la posibilidad de efectuar las emisiones en forma desmaterializada, para lo cual se requiere de un contrato previamente celebrado con un depósito centralizado de valores, el cual es una entidad especializada en la administración de títulos y emisiones. Así entonces, se presentaría otro tipo de contrato diferente, en donde el depósito centralizado de valores se encargará del manejo y administración de la emisión.

2.8.5 ELABORACIÓN DEL CONTRATO CON EL REPRESENTANTE LEGAL DE TENEDORES.

Respecto al contrato que debe suscribirse entre el emisor y el representante legal de los tenedores de bonos, el artículo 1.2.4.6 de la Resolución 400 de 1995, modificado por el artículo 3 de la Resolución 1210 de 1995, establece que éste deberá contener:

- Las cláusulas que hayan de regir las relaciones jurídicas entre la entidad emisora y el representante legal de los tenedores de bonos.
- Las obligaciones del representante legal de los tenedores de bonos.
- La obligación para la entidad emisora de suministrar al representante de los tenedores todas las informaciones que éste requiera para el desempeño de sus funciones, y de permitirle inspeccionar, en la medida que sea necesario para el mismo fin, sus libros, documentos y demás bienes.
- La entidad emisora ordenará a su revisor fiscal suministrar al representante legal de los tenedores todas las informaciones que éste requiera para el desempeño de sus funciones.

2.8.6 ELABORACIÓN DEL MACRO TÍTULO

El macro título hace referencia al requisito exigido por la Superintendencia Financiera de Colombia denominado: “Facsímile del título o modelo que se empleará para su elaboración”. Cuando se trate de una emisión desmaterializada, se deberá aportar a la Superintendencia Financiera de Colombia el facsímile del macro título que se va a emplear para tal fin. Este documento es una reproducción del título incluyendo todos los requisitos exigidos por el artículo 1.2.4.3 de la Resolución 400.

2.8.7 ELABORACIÓN Y APROBACIÓN DEL REGLAMENTO DE EMISIÓN POR PARTE DE LA JUNTA DIRECTIVA

El reglamento de emisión de bonos contiene las condiciones y características específicas que van a tener los bonos, objeto de emisión. Este reglamento es elaborado por la sociedad emisora (o el administrador de la emisión) y en él se plasman todas las características que el título tendrá al ser emitido, lo que le

brinda a los posibles tenedores de bonos la información, en términos generales, sobre las condiciones que regulan lo relacionado con su inversión. Puede llegar a confundirse con el mismo prospecto de emisión, pero debe dejarse claro que son requisitos y momentos de la emisión diferentes.

Una vez elaborado el reglamento, deberá ser aprobado por la Junta Directiva de la sociedad emisora mediante un acta, la cual, junto con el reglamento mismo de la emisión, deberá anexarse a la documentación tendiente a obtener la autorización para realizar la oferta pública de valores.

2.8.8 ELABORACIÓN DEL AVISO DE OFERTA

Por su parte, el aviso de la oferta podrá realizarse por cualquier medio de comunicación idóneo que la sociedad desee utilizar, sea una carta circular, un aviso de prensa o cualquier otro medio idóneo. El proyecto de aviso deberá contener:

- El título “Aviso de oferta Publica de Bonos”⁷¹
- El reglamento de colocación.
- Destinatarios de la oferta
- Vigencia de la oferta
- Rentabilidad específica, plazo y demás condiciones del lote o tramo que se ofrece.
- La calificación otorgada a los valores objeto de la oferta con la síntesis de las razones expuestas por la sociedad calificadora para su otorgamiento e indicación de la parte del prospecto que contiene las razones de la calificadora para otorgar la calificación.
- Garantías con que cuenta la emisión, indicando en forma clara su cobertura.

⁷¹ La palabra “Bonos” será reemplazada por la identificación de la clase de título que se ofrece cuando la emisión sea de acciones o de papeles comerciales.

- Cualquier condición especial de los títulos, como por ejemplo las condiciones financieras especiales o las condiciones de prepago.
- Se debe separar un espacio para indicar el número y fecha de la resolución de la Superintendencia de Valores de Colombia, en donde se autorice la oferta.
- La mención de que el prospecto de colocación se encuentra en la Superintendencia de Valores, en las oficinas de la entidad emisora y de los agentes colocadores, si los hubiere, y en las bolsas de valores donde estarán inscritos los títulos⁷².
- Cualquier advertencia adicional sobre los títulos y el emisor, como por ejemplo, si éste último tiene Código de Buen Gobierno, la forma como se adoptó y el lugar donde se puede consultar.
- Por último se debe indicar de manera destacada lo siguiente: “La inscripción de valor en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y la autorización para realizar la oferta pública por parte de la Superintendencia de Valores no implican certificación sobre la bondad del valor o la solvencia del emisor”.

No obstante, cuando la oferta esta dirigida a personas determinadas, basta con anexar el proyecto de carta con que se enviará el prospecto de colocación en el cual se deberá indicar de manera general las características de la oferta.

Es importante tener en cuenta que si se desea publicar el aviso con una vigencia corta, con el fin de actualizar el precio o la tasa, no es necesario volver a publicar un aviso igual. Lo anterior se puede lograr anunciando en el primer aviso de oferta, los medios que se utilizarán para informar sobre el nuevo precio o tasa que se ofrecerá cuando termine la vigencia del primer aviso. Estos medios pueden ser, entre otros: comunicación a las bolsas de valores, a través de las carteleras de la entidad emisora u otro aviso en un medio de comunicación.

⁷² La inscripción de los títulos en las bolsas de valores que se mencionan deberá efectuarse antes de la publicación o comunicación de dicho aviso.

2.8.9 PROCESO ANTE LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA PARA SOLICITAR INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO Y AUTORIZACIÓN PARA REALIZACIÓN LA OFERTA PÚBLICA

El inicio del trámite de la Oferta Pública de Valores en Colombia lo originan las entidades emisoras, para lo que deben obtener las autorizaciones correspondientes de las entidades estatales encargadas, atendiendo al tipo de emisión que se pretenda realizar y a la sociedad emisora y, de la Superintendencia Financiera de Colombia.

En la Superintendencia Financiera de Colombia se realiza un trámite interno denominado “Ofertas Públicas en el Mercado Primario”, el cual se inicia en el CDI (Centro de Documentación e información), lugar donde se radica la documentación y se envía a la Dependencia que realiza el estudio.

2.8.9.1 Documentación

La Resolución 400 de 1995 en su artículo 1.2.2.1 consagra los diferentes documentos que deben remitirse a la Superintendencia cuando se pretende realizar una oferta pública de valores, Los documentos son:

2.8.9.1.1 Solicitud

La solicitud de autorización para realizar la oferta pública de valores deberá ser presentada por el representante legal de la sociedad emisora. En el caso de la emisión de bonos, se deberá presentar en forma conjunta con el representante de los futuros tenedores de bonos, el cual aparece en el certificado de existencia y representación legal respectivo.

Sin embargo, la solicitud podrá ser presentada por apoderado general o especial constituido para tal efecto, caso en el cual se deberá aportar el poder debidamente otorgado.

Adicionalmente, cuando se trate de bonos opcional u obligatoriamente convertibles en acciones se deberá indicar la justificación del precio y la base de conversión.

La superintendencia Financiera de Colombia en su “Instructivo para la realización de oferta pública de acciones, bonos y papeles comerciales”, adicionalmente sugiere que se incluya en ésta una relación con los documentos que se envían para el estudio y aprobación de la oferta.

2.8.9.1.2 Formulario de inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Se deberá presentar el formulario de inscripción debidamente diligenciado, en el formato establecido para el efecto por la Superintendencia de Valores, salvo que la entidad tenga otros títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y dicho formato se encuentre ya actualizado y debidamente diligenciado en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

2.8.9.1.3 Constancia sobre las personas que ejercen la revisoría fiscal de la sociedad emisora.

2.8.9.1.4 Copia de los estatutos sociales de la entidad emisora.

2.8.9.1.5 Facsímile del título o modelo que se empleará para su elaboración.

2.8.9.1.6 Copia de la parte pertinente del acta de la reunión del órgano social competente que aprobó el reglamento de emisión y colocación.

2.8.9.1.7 Autorizaciones especiales para el caso de emisión de bonos

Se recuerda que esta autorización especial para el caso de emisión de bonos y que debe otorgar la Superintendencia, es un requisito para todas las emisoras,

excepto para establecimientos de crédito, por estar vigilados por la Superintendencia Financiera de Colombia, siempre y cuando los bonos que se emitan no sean convertibles en acciones.

2.8.9.1.8 Certificado de existencia y representación legal

Según el artículo 117 del Código de Comercio, la prueba de la existencia de la sociedad, de la representación legal de la misma y de las cláusulas del contrato social, con sus respectivas modificaciones, se encuentra en el Certificado de existencia y representación legal de la sociedad. De lo anterior se puede concluir que el certificado es el que determinara la existencia, la capacidad de la sociedad y del representante, con sus facultades y limitaciones, tanto para realizar una emisión de bonos como para adelantar los trámites correspondientes al cumplimiento de dicho fin.

Se deberá aportar entonces, el certificado de existencia y representación legal de las siguientes entidades:

- Entidad emisora⁷³
- Representante legal de los futuros tenedores.
- Entidades avalistas, cuando sea el caso.

Atendiendo a la calidad de la entidad, el certificado será expedido por diferentes entes, así: Para las sociedades que no estén sometidas al control y vigilancia de la Superintendencia Bancaria o de Valores de Colombia, el certificado será expedido por la Cámara de Comercio del domicilio principal de la entidad. Por el contrario, si la entidad esta sometida al control y/o vigilancia de alguna de las dos entidades antes mencionadas ó del Departamento Administrativo Nacional de Cooperativas-DANCOOP-, serán estas las encargadas de expedir el respectivo certificado.

⁷³ Cuando se trate de una emisión sindicada, se deberá aportar el certificado de existencia y representación legal de todas las entidades agrupadas en la sindicación.

2.8.9.1.9 Calificación de la emisión

2.8.9.1.10 Proyecto de aviso de oferta

2.8.9.1.11 Material Publicitario

Antes de que la Superintendencia Financiera de Colombia autorice la Oferta Pública, las entidades emisoras única y exclusivamente podrán hacer circular entre el público un “prospecto preliminar”, calidad de la cual debe quedar constancia, con caracteres destacados, en la portada y en las páginas interiores del mismo.

Adicionalmente, en la primera página deberá incluirse en mayúscula fija o en color diferente al del resto del texto la siguiente advertencia: “Este documento no constituye una oferta pública vinculante, por lo cual, puede ser complementado o corregido. En consecuencia, no se pueden realizar negociaciones hasta que la oferta pública sea autorizada y oficialmente comunicada a sus destinatarios”.

Una vez autorizada la oferta pública, las entidades emisoras podrán utilizar material publicitario para la promoción de los títulos objeto de la oferta, teniendo en cuenta para este fin los artículos 2.2.1.1 y siguientes de la Resolución 1200 de 1995 de la Superintendencia de Valores de Colombia⁷⁴.

2.8.9.1.12 Documentos que acreditan el régimen cambiario

Este requisito deberá cumplirse cuando los bonos estén denominados en moneda diferente al peso colombiano. Se entenderá cumplido el presente

⁷⁴ El Capítulo I del Título Segundo de la resolución 1200 de 1995 cubre todo el tema de “Programas Publicitarios para la Promoción de Valores”. Dentro de las exigencias que se hacen a los emisores encontramos la obligación de publicar la calificación obtenida por la sociedad calificadora, de informar la inscripción de los valores en el Registro Nacional de valores e Intermediarios, de la veracidad de la información, entre otros.

requisito cuando se aporten las copias que acrediten el cumplimiento del régimen cambiario e inversiones internacionales.

2.8.9.1.13 Estudio de factibilidad

Este requisito será indispensable cuando el emisor sea una entidad que se encuentre en una etapa preoperativa o que tenga menos de dos (2) años de haber iniciado operaciones. Se deberá anexar entonces el estudio de factibilidad económica, financiera y de mercado. Igualmente, éste deberá ser parte del prospecto de colocación y debe contener los elementos básicos relativos a la viabilidad del mismo, al igual que la proyección de los estados financieros para un período mínimo de cinco (5) años.

2.8.9.1.14 Copia del proyecto del contrato del representante legal de los tenedores de bonos y la entidad emisora.

2.8.9.1.15 Copia de los contratos suscritos con miras a la colocación de la emisión.

2.8.9.1.16 Documentos adicionales en las emisiones avaladas

Se requiere aportar copia auténtica del acto por medio del cual cada una de las entidades que actuarán como garantes se obliga a otorgar el aval, el cual debe ser suscrito por el representante legal de la respectiva entidad y expresar claramente:

- Compromiso irrevocable e incondicional de garantizar la parte correspondiente de la emisión.
- Cuantía máxima que se garantiza (especificando cuánto por capital y cuánto por intereses)
- Vigencia del aval o garantía, la cual debe llegar hasta el momento de la redención de la totalidad de los títulos.

Una vez sea autorizada la oferta pública, copia del contrato de aval debidamente formalizada deberá allegarse a la Superintendencia Financiera de Colombia antes de la publicación del primer aviso de oferta.

2.8.9.1.17 *Prospecto de colocación*

Se debe remitir dos (2) copias a la Superintendencia Financiera de Colombia, con el cumplimiento de los requisitos descritos en el numeral 2.8.2 del presente trabajo.

2.8.9.2 Radicación ante la Superintendencia Financiera de Colombia

Como ya se había establecido, la Superintendencia Financiera de Colombia realiza un trámite interno denominado “Ofertas Públicas en el Mercado Primario”, el cual se inicia en el CDI (Centro de Documentación e información), lugar donde se radica la documentación y se envía a la dependencia que realiza el estudio. Vale la pena aclarar que la Superintendencia Financiera de Colombia en ocasiones realiza comentarios sobre el cumplimiento o no de los requisitos exigidos, a los cuales hay que estar atento y contestarlos en la oportunidad indicada, debido a que será con base en las respuestas que se den, que la Superintendencia procederá a autorizar o no la emisión de los valores mediante oferta pública.

2.8.9.3 Autorización de la Superintendencia Financiera de Colombia

Una vez la Superintendencia Financiera de Colombia verifica el cumplimiento de los requisitos exigidos por la Resolución 400 de 1995 y normas complementarias, procede a emitir un oficio con el cual se aprueba o no se aprueba la emisión.

Este oficio, como cualquier otro, consta de dos partes:

- Considerando: La Superintendencia hace las consideraciones pertinentes y resalta el cumplimiento o no de los requisitos exigidos para proceder a la realización de la oferta pública de valores. En conclusión, expresa los motivos que tuvo para aprobar o improbar la oferta.
- Resuelve: En esta parte se visualiza la decisión final de la Superintendencia Financiera de Colombia sobre la aprobación o no de la oferta pública de valores. En caso afirmativo, se ordena la inscripción de los valores, la publicación del aviso y se autoriza la oferta pública de los valores. Adicionalmente, se les recuerda a los emisores el tiempo con el que cuenta para realizar la oferta.

2.8.10 PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS ADICIONALES

Paralelo al procedimiento jurídico descrito hasta este punto, o posterior a la autorización por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia de la emisión de bonos mediante oferta pública, el emisor deberá realizar otras actividades para llevar a buen término la emisión y colocación de valores. Estos procedimientos, entre otros, son:

Actividades de Premercadeo

Dentro de esta actividad se encuentra la preparación del material, el Road Show⁷⁵, y la solución de inquietudes a los inversionistas.

Inscripción de los títulos en la bolsa de valores

Firma de Contratos e inscripción del Representante Legal de Tenedores de bonos

⁷⁵ Road Show o gira de mercadeo se refiere a la conducta desplegada por el emisor en la cual visita a sus inversionistas potenciales para realizar labores de mercadeo.

Impresión de prospectos

Colocación de la emisión.

Elaboración Modelo de Proyecciones⁷⁶

⁷⁶ Se refiere al documento elaborado por el baquero de inversión, en el cual se realizan proyecciones de la compañía con respecto a la inversión realizada por los inversionistas como consecuencia de la emisión de bonos.

3 CONCLUSIONES

Como ya se ha establecido a lo largo del presente trabajo, la emisión de valores en el mercado público, y más específicamente la emisión de bonos, constituye en la actualidad, un medio de financiación por excelencia para las empresas. Esta forma de financiación es de trascendental importancia no solo para las grandes y pequeñas empresas, sino también para los inversionistas que de alguna manera pretenden transferir sumas de dinero del ahorro a la inversión, de suerte que puedan obtener mayores utilidades de la inversión de sus recursos.

Con la idea de institucionalizar y promocionar este mecanismo de “desintermediación” el Estado creyó conveniente regular la actividad con la idea de ayudar a las empresas en la financiación de sus actividades y al mismo tiempo proteger a los inversionistas. De esta suerte, se pretende dinamizar el mercado de valores y cumplir los objetivos acabados de mencionar. Por desgracia, en esta actividad el estado ha mostrado excesivo celo y ha creado una normatividad tan extensa y densa cuyo resultado no ha sido positivo.

Resulta paradójico que una normatividad que se suponía iba a estimular la “desintermediación” y, por ende, a abaratar el crédito termine convirtiéndose en una maraña regulatoria tan compleja y rigurosa cuyo efecto ha sido desestimar esta forma de financiación, particularmente para las pequeñas empresas en cuyo “beneficio” incluso se estableció una regulación especial.

No parece ilógica la idea de crear un único estatuto, más simple y ágil que regule la materia en su integridad y que permita a quienes pretendan realizar una emisión, tener no solo el conocimiento y entendimiento de la regulación sino la posibilidad de cumplir los requisitos para acceder a esta forma de financiación. La posibilidad de que ello ocurra se puede concretar en la idea que ronda en el Gobierno Nacional de expedir un decreto que recoja las dos

principales resoluciones en la materia, cuales son: la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores de Colombia y la Resolución 1200 de 1995 de la misma Superintendencia, a la luz de la Ley 964 de 2005. Ahí podría hacerse el esfuerzo de adecuar la legislación a principios de claro entendimiento y de fácil cumplimiento de las normas. De esta suerte, los posibles emisores particularmente los pequeños podrían darle una segunda mirada a esta importante forma de financiación. Todo lo anterior sin olvidar que Colombia necesita un mercado dinámico de valores y el inversionista requiere adecuada protección.

A la luz de lo expuesto hasta el momento, parecería adecuado que el Gobierno Nacional se ponga en la tarea de entender la importancia que este tema tiene en el sector financiero y reduzca la cantidad de requisitos que se exigen para emitir bonos en Colombia, creando una normatividad que, más que compilatoria, establezca unos lineamientos claros y necesarios que hagan más fácil el acceso al Mercado de Valores, sin desconocer las directrices tendientes a proteger a quienes invierten en Colombia.

BIBLIOGRAFÍA

LAFONT PIANETTA, Pedro. Manual de Contratos. Panorama de la negociación y contratación contemporánea. Tomo I. Librería Ediciones del Profesional Ltda. Segunda Edición. 2005.

MORALES CASAS, Francisco. Fundamentos de la actividad y los negocios bancarios. Análisis Institucional Legal y operativo de la banca y su entorno. Jurídica Radar Ediciones. Tercera edición. 2005

RENGIFO, Ramiro. Títulos Valores. Señal Editora. Décima Primera Edición. Medellín. 2005.

RENGIFO, Ramiro. La Fiducia. Legislación Nacional y Derecho Comparado. Fondo Editorial Universidad Eafit. Segunda Edición. Medellín. 2001.

RODRIGUEZ AZUERO, Sergio. Contratos Bancarios. Su significación en América Latina. Legis Editores S.A. Quinta Edición. 2004.

Colombia. Ministerio de Justicia. Proyecto de Código de Comercio. Comisión Revisora del Código de Comercio. Tomo I. Bogotá. 1958.

Colombia. Ministerio de Justicia. Proyecto de Código de Comercio. Comisión Revisora del Código de Comercio. Tomo II. Bogotá. 1958

Colombia. Ministerio De Desarrollo Económico. Decreto 257 de 2001, Febrero 19, por el cual se reglamenta parcialmente la Ley 550 de 1999, en lo relacionado con el régimen de los bonos de riesgo. Bogotá. Ministerio De Desarrollo Económico De Colombia. 2001.

Colombia. Ministerio De Hacienda Y Crédito Público. Decreto 1026 de 1990, Mayo 15, por el cual se modifica el régimen de emisión de bonos y se derogan los Decretos 1998 de 1972 y 1914 de 1983. Bogotá. Ministerio De Hacienda Y Crédito Público. 1990.

Colombia. Ministerio De Hacienda Y Crédito Público. Decreto 663 de 1993, Abril 2, por medio del cual se actualiza el estatuto orgánico del sistema financiero y se modifica su titulación y numeración. Bogotá. Ministerio de Hacienda y Crédito Público. 1993.

Colombia. Ministerio De Hacienda Y Crédito Público. Decreto 4327 de 2005, Noviembre 25, por el cual se fusiona la Superintendencia Bancaria de Colombia en la Superintendencia de Valores y se modifica su estructura. Bogotá. Ministerio De Hacienda Y Crédito Público. 2005.

Colombia. Presidencia De La República. Decreto 410 de 1971. Bogotá. 1971(Código de Comercio)

Colombia. Congreso De La República. Ley 964 de 2005, Julio 8, por la cual se dictan normas generales para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y otras disposiciones. Bogotá: El Congreso; 2005.

Colombia. Congreso De La República. Ley 27 de 1990, Febrero 20, por la cual se dictan normas en relación con las bolsas de valores, el mercado público de valores, los depósitos centralizados de valores y las acciones con dividendo preferencial y sin derecho de Voto. Bogotá: El Congreso; 2005.

Colombia. Superintendencia De Valores De Colombia. Resolución 400 de 1995, Mayo 22, Por la cual se actualizan y unifican las normas expedidas por la

Sala General de la Superintendencia de Valores y se integran por vía de referencia otras. Bogotá. Superintendencia De Valores De Colombia. 1995.

Colombia. Superintendencia De Valores De Colombia. Resolución 1200 de 1995, Diciembre 21, por la cual se actualizan y unifican las normas expedidas por el Superintendente de Valores. Bogotá. Superintendencia De Valores De Colombia. 1995.

Colombia. Superintendencia De Valores De Colombia. Resolución 0135 de 2001, Marzo 12, por la cual se modifica y adiciona la resolución 400 de 1995. Bogotá. Superintendencia De Valores De Colombia. 2001.

Colombia. Superintendencia De Valores De Colombia. Boletín Jurídico, fecha de Publicación: abril de 2005

Colombia. Superintendencia De Valores De Colombia Boletín Jurídico, fecha de publicación: junio de 2005.

Colombia. Superintendencia De Valores De Colombia Boletín Jurídico, fecha de publicación: mayo de 2005.

AFIN S.A. COMISIONISTA DE BOLSA. En: http://www.afin.com.co/BancoConocimiento/R/Renta_Fija/Renta_Fija.asp?CodSeccion=3. [Consulta: 16 de abril de 2007]

SUPERINTENDENCIA DE VALORES DE COLOMBIA Glosario. En: www.superintendenciafinanciera.gov.co {Consulta: 23 de marzo de 2006}

SUPERINTENDENCIA DE VALORES DE COLOMBIA. Instructivo para la realización de una oferta pública de acciones, bonos y papeles comerciales. En: www.superintendenciafinanciera.gov.co {Consulta: 3 de marzo de 2006}

SUPERINTENDENCIA DE VALORES DE COLOMBIA. Manual de Oferta Pública de Valores en el Mercado Primario y Secundario En: www.superintendenciafinanciera.gov.co {Consulta: 16 de abril de 2007}

SUPERINTENDENCIA DE VALORES DE COLOMBIA. Guía para los emisores de valores y sus revisores fiscales. En: www.superintendenciafinanciera.gov.co {Consulta: 10 de marzo de 2006}

.